

ユーロ域の企業金融と資本市場

ユーロ導入後の傾向と変化

入江 恭平

はじめに

ヨーロッパにおける共通統一通貨ユーロの導入から一〇年目を迎えた。ユーロ域の資本市場も二つの景気循環を経験し、当初予想されていた事態をやや冷静に判断する時期になっている。予想あるいは期待された事態のひとつは通貨統合が金融・資本市場の統合化をもたすというものであった。もうひとつは、ユーロ導入直後に資本市場、特に株式や債券（特に社債）などの発行市場が急拡大し、これらの事態がユーロ域の金融構造を銀行中心の金融構造から市場型金融構造へ変貌させるのではないか、という問題である。本稿では、後者の問題を念頭に置きつつ、ユーロ域の企業金融と資本市場の関連を、もっぱら、ECB（ヨーロッパ中央銀行）から公表され始めたマクロ・データおよび同行のレポートなどに⁽¹⁾拠りつつ整理してみた。

1 ユーロ導入後の景気・信用循環

上場企業の（売上高）利益率は一九九〇年代半ば以降、一貫して上昇しユーロ導入直後の二〇〇〇年にひとつのピークを打ち、その後〇二年まで下落した後、再度回復している。世界経済の好調から恩恵を受けるかたちで輸

出志向の製造部門の利益率は総じて高く回復がもつとも早い。いわゆるITバブルの崩壊によって利益率が急低下した通信部門はその後、力強い回復を示している。これらとは対照的に国内志向の小売業は消費の停滞によって利益率は概して低く、回復も鈍い。○五年以降も○七年第2四半期まで上場企業の収益性は持続的に上昇している。⁽²⁾ 企業の収益性からみた景気循環はユーロ導入前後で、二〇〇〇年代初頭のピークからボトムを含む、二つの循環に跨っていることが確認できる。

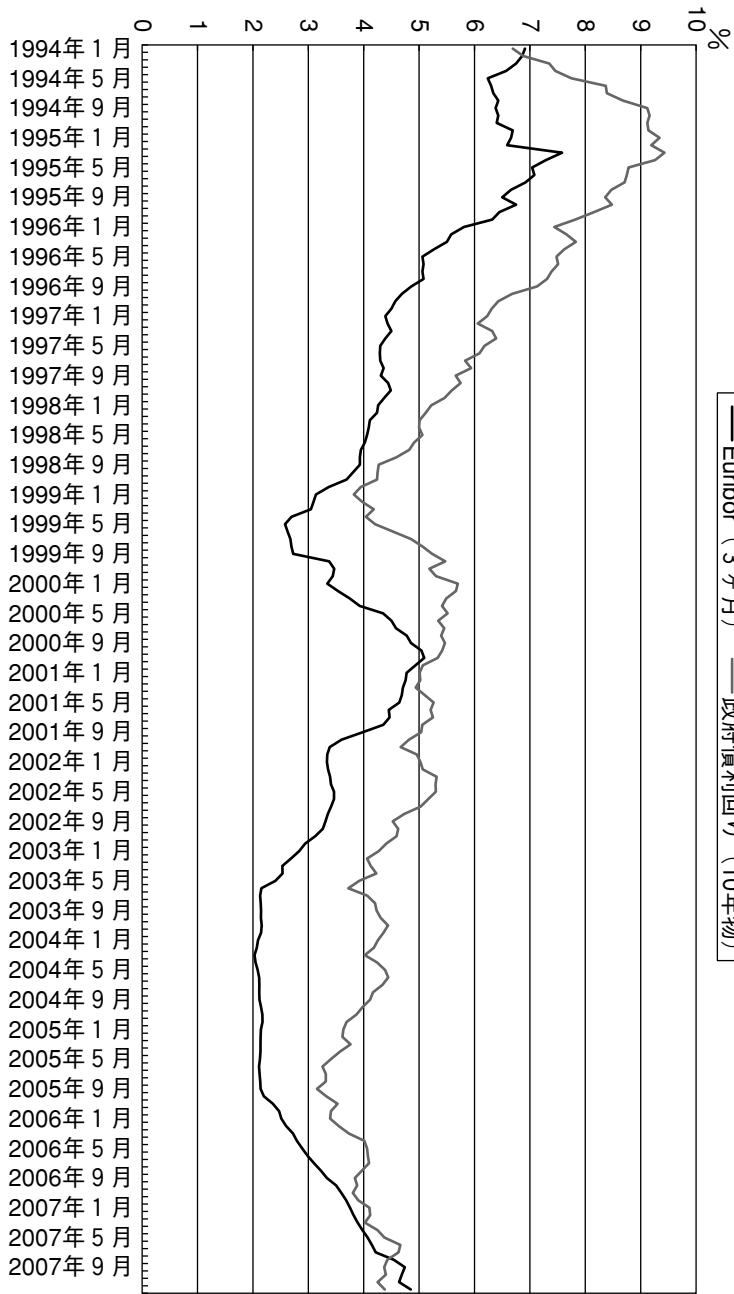
他方、利率の動向をやや長期で見ると九〇年半ばからユーロ参加国の長短金利は正常な利回り曲線を維持しつつユーロ導入に向けて収斂しながら下落していった。ユーロ導入直後の九九年中に底をうち○〇年に向けて急上昇した。その後反転して○五年まで下落を続けたが、再度、上昇に転じ○七年には、過去のピークであった○〇年の水準に近づきつつある(図1)。

図1での長期利率はいわばリスク・フリーの政府債利回りであるが、企業の資金調達コストを規定するのは、同利回りに個々の企業の信用力・信用リスクを反映したリスク・プレミアム信用スプレッドを付加したものである。九九年には異なる格付け企業間のスプレッドは縮小していたが、○〇年から○二年にかけてはBBB格および高利回り社債のスプレッドは急激に上昇した。○三年には投資適格社債のスプレッドは急速な縮小し、○四年中にはユーロ導入後、最低の水準に至った。しかしその後上昇がみられ、さらにサブプライム問題が顕在化した○七年八月以降急上昇した。しかし、○一年から○二年の高水準には達していない(図2)。

2 企業の投資と金融

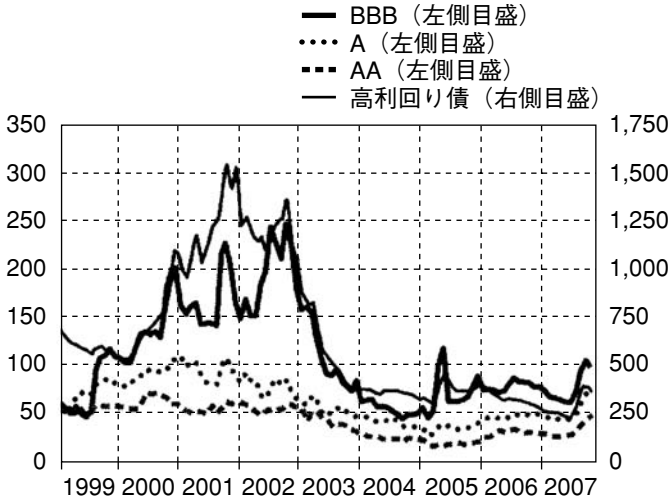
企業の資金需要を規定する企業の投資は、産業投資と金融投資に大別される。このうち、産業投資は固定資本

図1 ユーロ域長短金利（月次ベース）の推移
 —Euribor（3ヶ月） —政府債利回り（10年物）



(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

図2 ユーロ域社債スプレッド
 (1999年1月～2007年10月；ベース・ポイントは日次データの月平均)

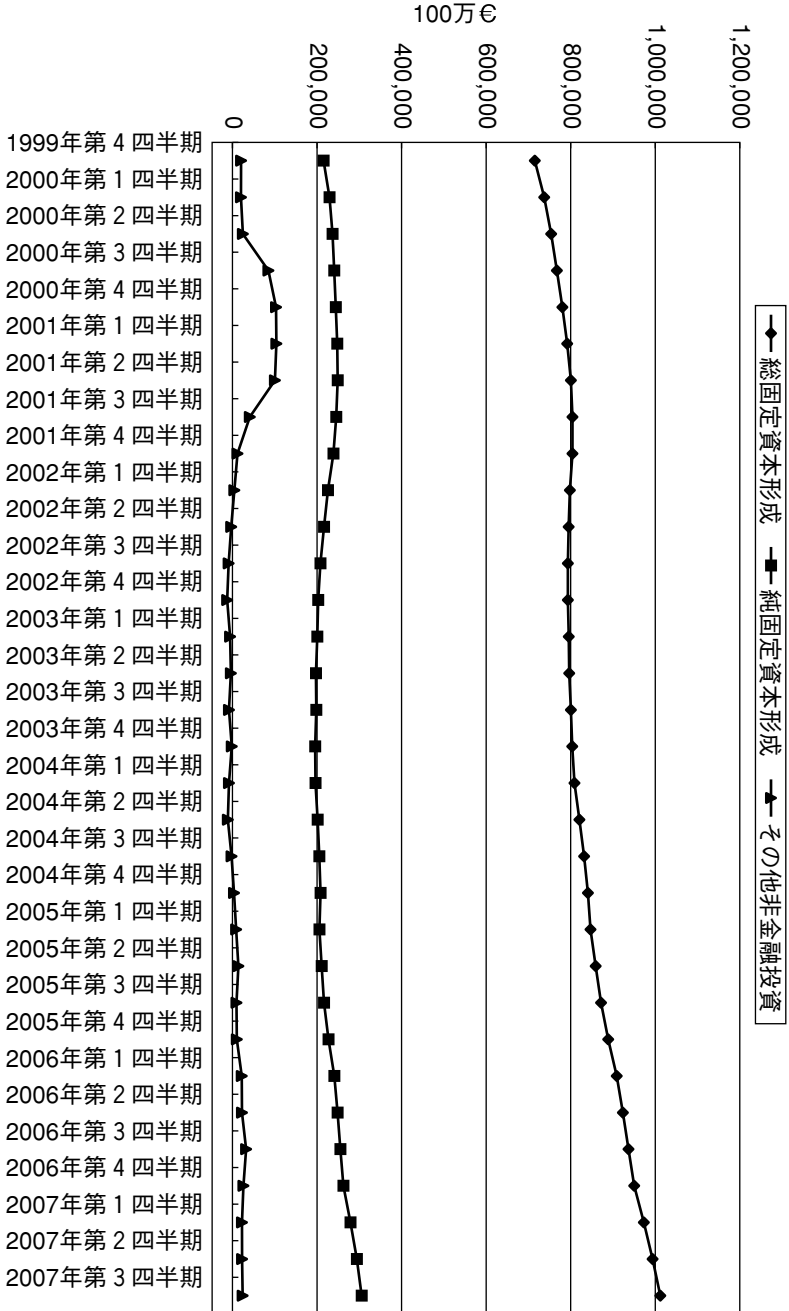


(原出所) Bloomberg and ECB
 (注) スプレッドはEMU政府債 (AAA格) に対するもの
 (出所) ECB *Financial stability Report*, Dec. 2007, p. 93.

投資とその他の非金融投資からなる。さらに後者は主に在庫投資からなる。それはマイナスの期間が存在することとみられるように、変動は激しいが量的にはネグリジブルである。一方、産業投資の中心は固定資本投資であるが、そこで注目されるのはグロスとネットの大幅な乖離である (図3)。その乖離の自身はいうまでもなく巨額な減価償却である。総固定資本投資の約七割を占める減価償却部分は「過去」の投資であって、新規の投資はあくまでもネットの純固定資本部分である。「その他非金融資産投資」を含むネットの産業投資と金融投資 (ネット) の推移をみると (図4)、ユーロ導入以降、一貫して金融投資が産業投資を上回っていることがわかる。しかも注目されるのは、産業投資に比べて金融投資は量的変動が激しく、波動的に増加・減少を繰り返している。金融投資は〇〇年にひとつのピークを打った後、〇五年半ば以降、再度、現在 (〇七年第3四半期) まで拡大を続けている。

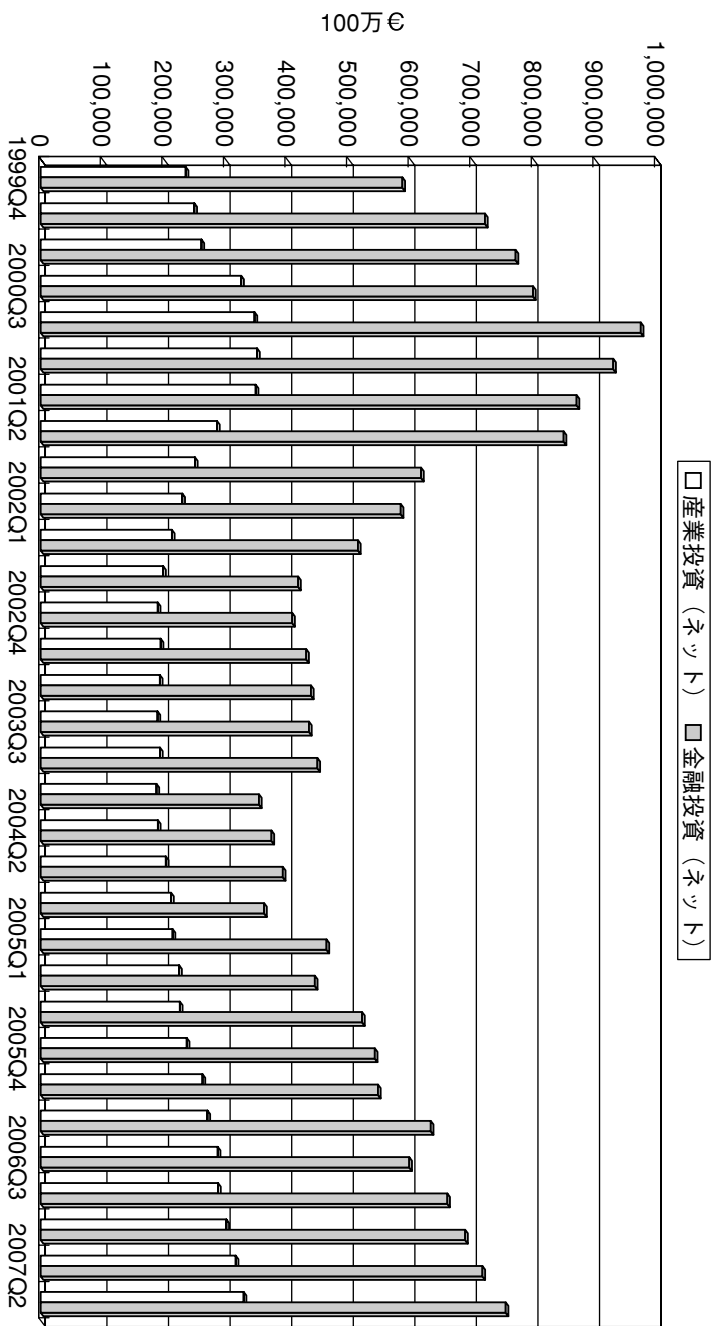
金融投資の内訳 (図5) では他社株式・出資持分が最

図3 産業投資の構成



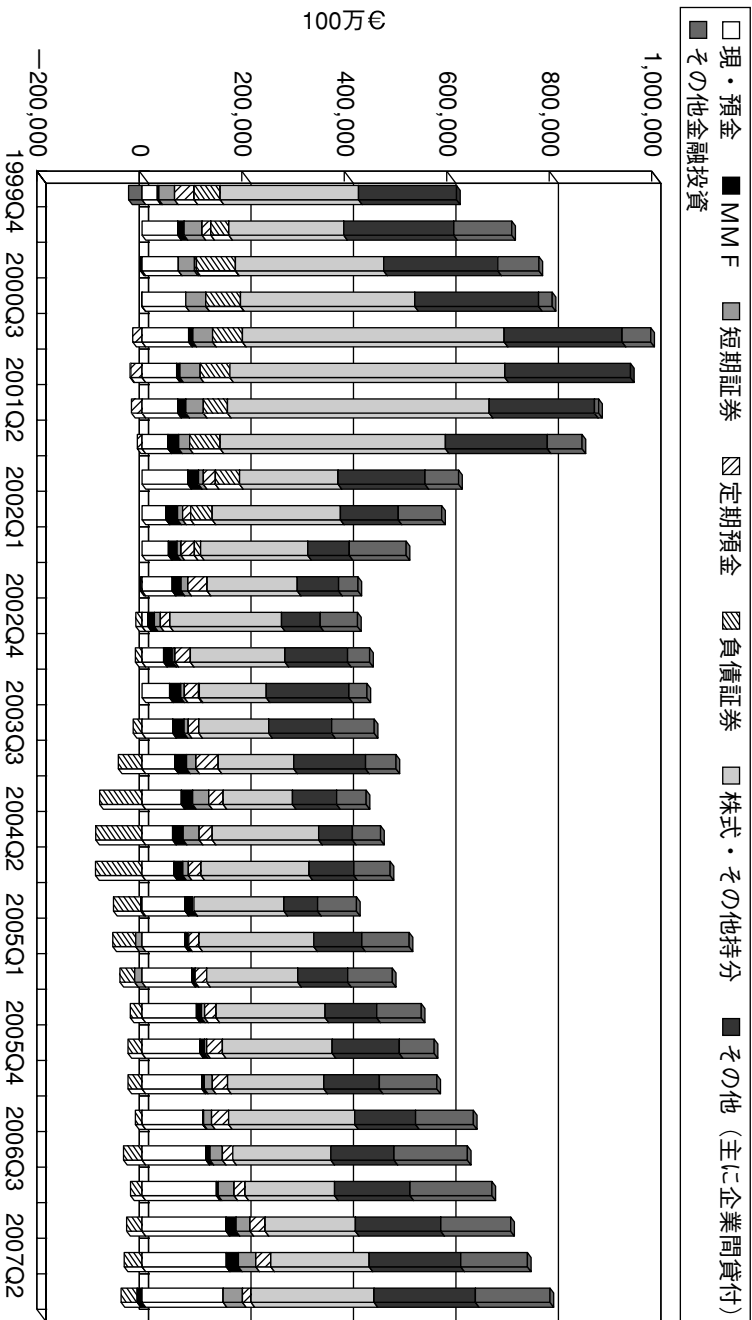
(注) 各四半期の金額は同期までの年累計額。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

図4 ユーロ域企業の投資の構成（産業投資と金融投資）と推移



(注) 図3の(注)参照。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

図5 ユーロ域企業の金融投資（ネット）の構成と推移

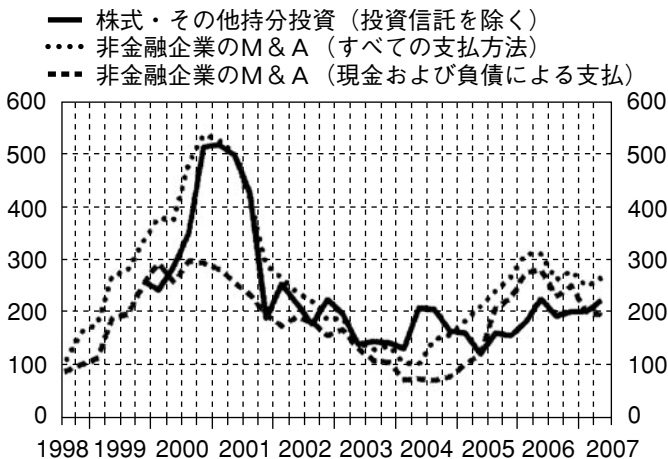


(注) 図3の(注)参照。
 (出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

大であり、金融投資がこれまで最大の九七四六億ユーロに達した〇〇年ではその五割以上を占めていた。さらに図6は九九年以降、企業による株式・その他持分への投資パターンがユーロ域企業のM&A（合併・買収）のそれに類似していることが示されている。金融投資の最大項目たる株式・その他持分投資はユーロ域企業のM&A（合併・買収）⁽³⁾活動を反映したものである。また逆に、後者が金融投資の増減・変動を規定しているといえる。

みてきたように、ユーロ域企業の投資は比較的安定的に増加する産業投資と変動の激しい金融投資によって構成されている。これに対して、企業の資金調達には内部資金と金融・資本市場から調達される外部資金から構成される（図7・表1）。内部資金のうち最大の項目は、先に捨象していた減価償却（資金）である。それに加えて純貯蓄（内部留保）、資本移転が内部資金を構成する。内部資金は九九年以降、外部資金に較べると、安定的に増加している。これに対して外部資金は変動が激しい。内部資金と外部資金との関係は、よく言われるように、企業の産業投資Ⅱ固定資本

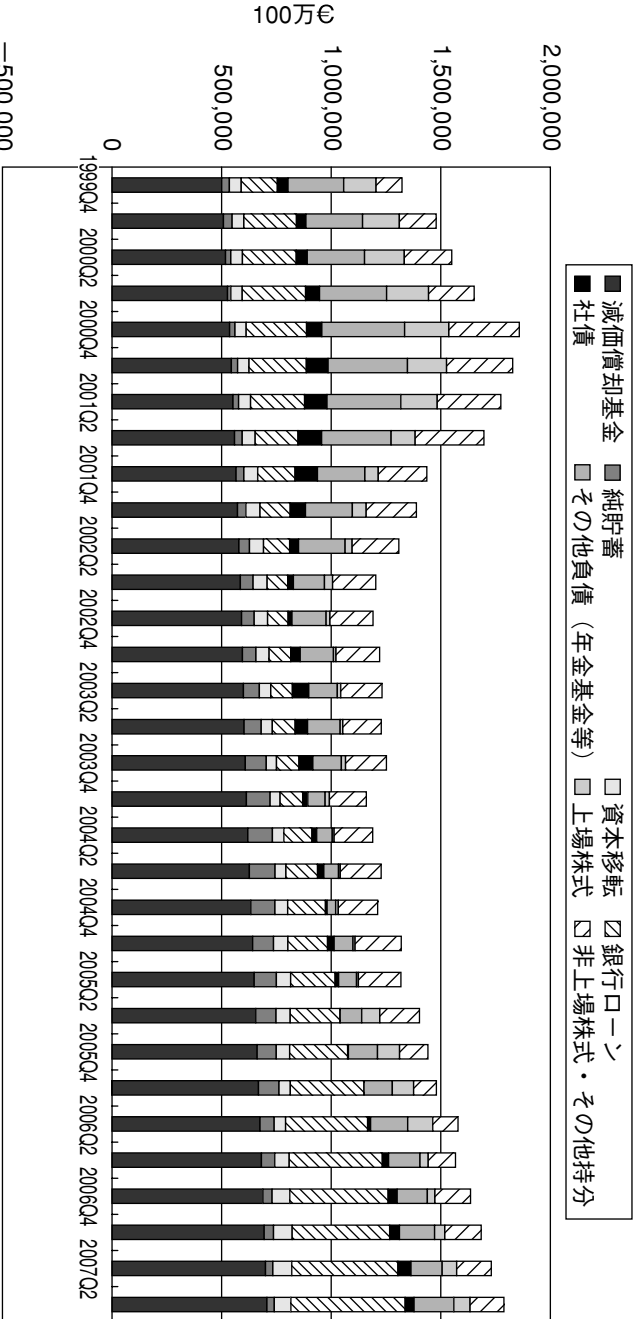
図6 企業のM&Aと金融投資（株式・その他持分）
（10億€；4 四半期累積額）



(原出所) Zephyr by Bureau van Dijk (2000年以降)、Thompson Financial Datastream (2000年以前)、およびECB, Eurostat (EAA)
(出所) ECB Monthly Bulletin, Nov. 2007, p. 84.

投資を内部資金で賄い、不足する残余部分を外部資金調達に依存するという静態的な理解では不十分であろう。すでにみたようにユーロ域企業が産業投資と同時に大規模な金融投資をおこなっていることを考えると、投資し

図7 ユーロ域企業の資金調達の構成と推移



(注1) 株式・持分の金額は時価の増減額である。したがって資金調達額を正確に表すものではない。

(注2) 四半期別の金額は4四半期累計額。

(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

たがって、資金運用との相関で資金調達を考察する必要がある。

そこで、企業の投資（産業投資と金融投資）と金融（内部金融と外部金融）との相関性を各項目それぞれについて検討してみた（表2）。まず注目されるのは、外部金融と相関性の高いのは金融投資であって、産業投資（総固定資本投資）と外部金融は順・逆（プラス・マイナス）に関係なくその程度は低い。産業投資と相関性が高いのは唯一、内部資金のみである。第二に、企業の最大の外部資金

表1 ユーロ域企業の資金調達（グロス）構成

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
減価償却資金	499,864 37.8%	536,052 28.8%	565,386 39.4%	590,580 49.6%	607,912 48.6%
純貯蓄	35,049 2.6%	24,671 1.3%	35,757 2.5%	57,537 4.8%	95,551 7.6%
資本移転	54,101 4.1%	51,047 2.7%	63,428 4.4%	61,451 5.2%	46,307 3.7%
銀行ローン	164,934 12.5%	275,281 14.8%	170,111 11.8%	93,584 7.9%	102,763 8.2%
社債	48,750 3.7%	69,961 3.8%	102,238 7.1%	17,424 1.5%	63,084 5.0%
その他負債	253,719 19.2%	377,904 20.3%	216,466 15.1%	155,728 13.1%	130,433 10.4%
上場株式	147,934 11.2%	201,903 10.9%	60,876 4.2%	17,562 1.5%	19,038 1.5%
非上場株式・持分	118,869 9.0%	321,367 17.3%	221,872 15.4%	196,902 16.5%	186,695 14.9%
合計	1,323,220 100.0%	1,858,186 100.0%	1,436,134 100.0%	1,190,768 100.0%	1,251,783 100.0%

	2004年	2005年	2006年	2007年
減価償却資金	632,632 52.2%	661,734 45.9%	688,027 42.1%	706,358 39.5%
純貯蓄	110,127 9.1%	87,260 6.1%	41,948 2.6%	33,509 1.9%
資本移転	58,256 4.8%	61,058 4.2%	80,826 4.9%	75,776 4.2%
銀行ローン	172,475 14.2%	264,587 18.4%	448,669 27.4%	521,582 29.2%
社債	7,310 0.6%	3,283 0.2%	41,304 2.5%	40,594 2.3%
その他負債	39,252 3.2%	133,041 9.2%	137,812 8.4%	181,346 10.1%
上場株式	11,914 1.0%	100,491 7.0%	34,266 2.1%	74,092 4.1%
非上場株式・持分	180,148 14.9%	129,776 9.0%	163,097 10.0%	154,901 8.7%
合計	1,212,114 100.0%	1,441,230 100.0%	1,635,949 100.0%	1,788,158 100.0%

(注) 図7の(注)参照。

(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

表2 投資と金融との相関性（1999～2007）

	内部資金	ローン	社債	上場株式	非上場株式
総固定資本形成	0.823**	0.281	-0.357	-0.416	-0.169
金融資産投資(ネット)	-0.478	0.926**	0.534	0.747*	0.653

(注) 数字は1999年第1四半期から2007年第1四半期年まで計30四半期の各項目間の相関係数。相関係数上に**、*の付いたものは、それぞれ1%有意水準、5%有意水準での有意な相関係数を表す。

(出所) ECB Statistical Data Warehouseより算出。

源泉になっているローンは産業投資との相関性が低い一方で金融投資との相関性はきわめて高い。M&Aを含む金融投資の資金源泉が各種のローンであることがマクロ・データによって示唆されている。第三に、証券形態の資金源泉（社債と株式）も産業投資との相関性は低く、金融投資との相関性は相対的に高い。なかでは上場株式が最も高く、社債は最も低くなっている。

3 企業の外部金融と資本市場

以上のような企業金融の特徴を前提に、以下では企業の外部金融に関連する資本市場の新しい特徴を整理してみよう。

(1) 社債市場

ユーロ域企業によって発行された社債残高は九九〇四年には、年平均一五％で増加した。これは経済通貨同盟（EMU）第二段階時（九四〇九九年）の同増加率二％とは非連続的な増加率である。また、ユーロ導入以降〇四年半ばまではネットでの社債発行成長率は銀行ローンのそれを上回っていた。しかし、それは〇一年末頃から急落して〇三年にはやや回復するものの〇四年以降〇七年はじめまで低位で推移している。その背景はいくつか考えられるが、〇二年に非金融企業による社債発行が全般的に減速したのは、運転資本の需要減、負債水準の高位、投資家の信用リスクに対する懸念などである。後者は社債のスプレッド、とくに信用力の低い企業の社債スプレッドが〇一年以降急拡大したことにあらわれている。第二には、〇三年から〇四年にかけては、企業の収益性が回復するなかで負債の整理・統合が進展したこと。第三に、〇四年以降、社債スプレッドは縮小し、〇七

年はじめには、史上最低にまで低下したが、にもかかわらず、社債の発行は〇〇年前後と異なっており、増加していない。今回は負債の増大は銀行ローンによるものが主力であった。

グロスの発行額では常に短期債が長期債を上回り、両者の発行額の較差は月次ベースで見ると変動が激しい。しかし残高ベースで見ると、短期債は〇〇年前後で残高のシフトがあり、その後は定常的に推移している。すなわち発行と一年未満の償還を繰り返して一定の残高が維持されるのである。これに対し、長期債は同じく残高を〇〇年前後でシフトさせ、その後、増加率は低下しているが漸増傾向にある(図8)。

ユーロ導入以降の社債市場の構造変化のひとつが信用力の低い社債の発行の成長が最大なことである。九九年以前はA A格以上の借り手に限られていたものが、ユーロ導入以降は、より低い信用力の企業にまで範囲が拡大している(図9)。しかし、他方で高利回り債 (high-yield bond) は限界的な存在に留ま⁽⁴⁾っている。

社債市場の第二の特徴はハイブリッド型の社債の定着である(図10)。ユーロ導入の当初は、転換社債市場の発展が著しかった。九七年から〇一年にかけてはユーロ域企業による転換社債発行額は同社債発行額の四分の一以上にも達した。しかし〇五年以降は低金利下で転換社債の発行は大幅に減少した。他方、低金利および社債スプレッドの縮小が進むなかで新たなハイブリッド型社債が登場し、増加している。〇五年以降は株式とローンの性格を結合したメザニン・ファインズが急増した。またこれと類似の発行日と償還日の間の利払いを含む一切のキャッシュフローのないP I K (payment in kind) ノートが盛んに発行されている。これらはM & A、とくにL B Oに伴う資金調達として使用されている。

(出所) ECB Statistical Data Warehouse より作成。

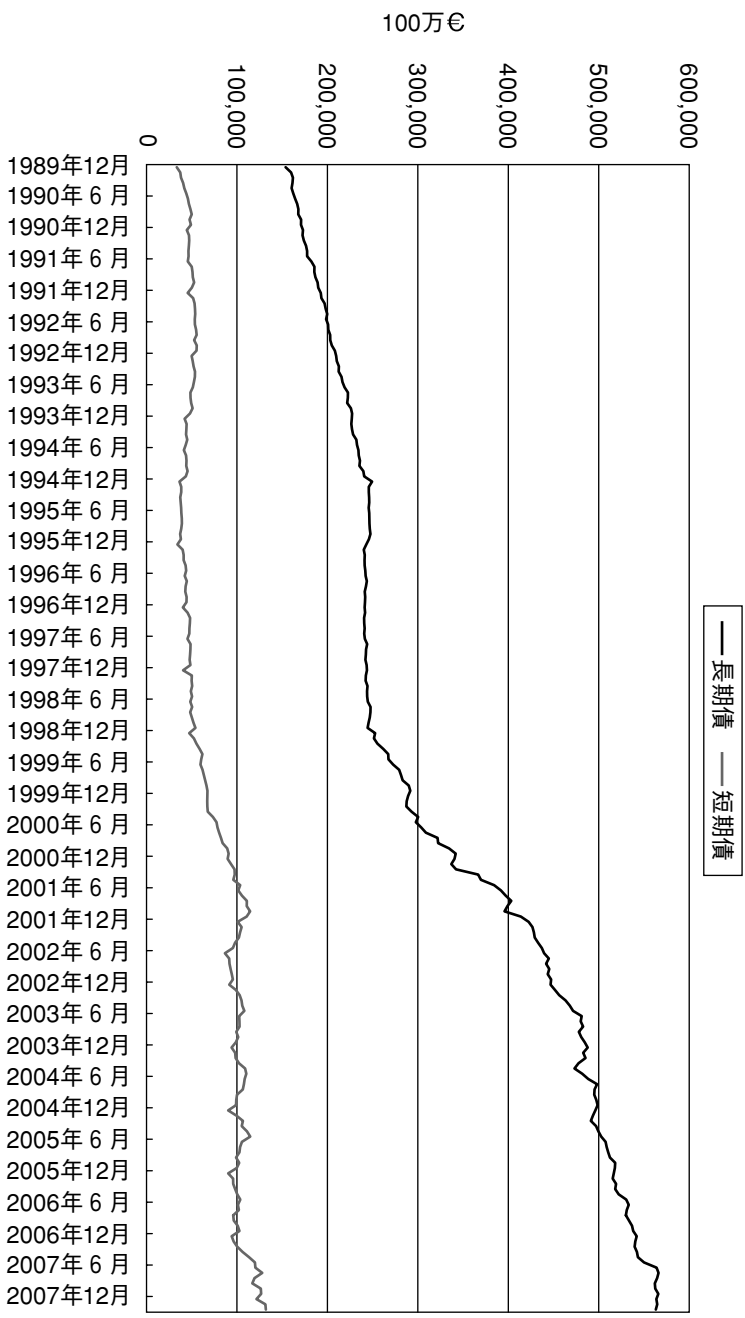
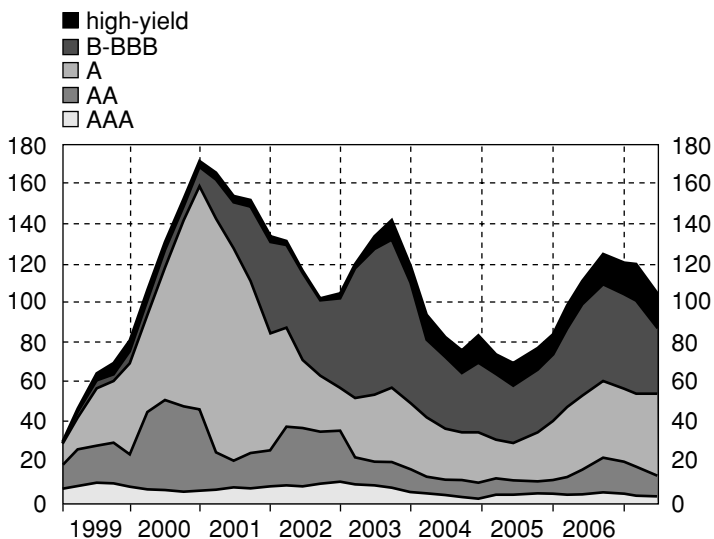


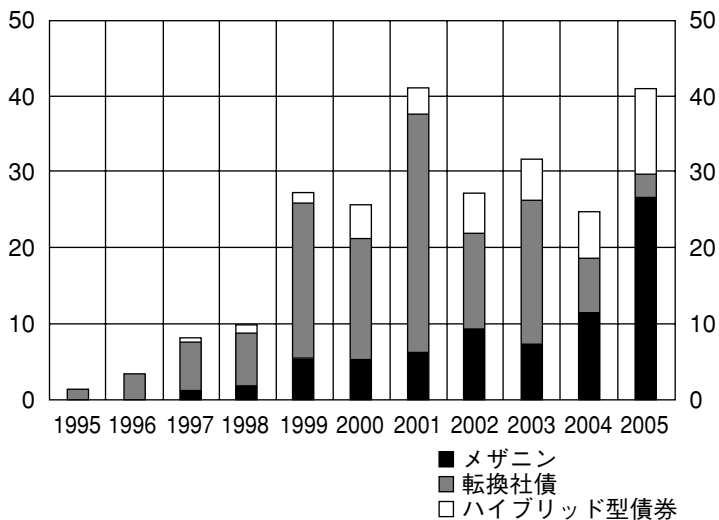
図8 ユーロ圏非金融企業発行社債残高の推移

図9 ユーロ域非金融企業社債発行額（グロス・格付け別）
 （1999年第1四半期～2007年第3四半期；10億€：4四半期移動平均）



(原出所) Thomson One Banker Deals.
 (出所) 図2に同じ。

図10 ユーロ域非金融企業発行のハイブリッド型債券
 (単位：10億€)

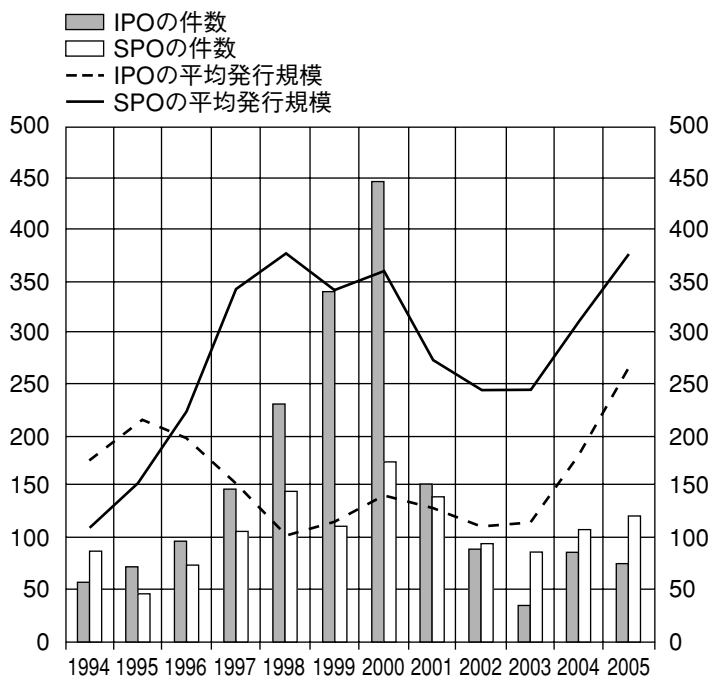


(原出所) Dealogic
 (出所) ECB Occasional Paper series, No. 63, June, 2007, p. 56.

(2) 株式市場

上場企業による総株式発行額は社債発行額の場合と同様にユーロ導入を境にして上方へシフトした。とくに九九年から〇一年にかけてグロスの発行額は急増した。この時期は新規公開募集（IPO）が件数では既上場企業による発行（SPO）を大幅に上回った（図11）。IPOに関して言えば、九〇年代後半のそれはユーロ参加諸国の国有企業の私有化＝民営化（privatization）を反映していた。その後、九七年から〇〇年にかけては技術・メディア・電信（TMI）分野への集中が顕著である。一方、総発行額の増加とともに目立つのは、償還額がユーロ導入後、急増しその後、総発行額がボトム（〇三年第1四半期）から回復したのちも、それとの比較では高水準で推移し

図11 新規公開企業と上場企業による発行件数と平均発行規模（IPO対SPO）
（単位：発行件数；100万€；年間データ）



(注) 発行規模は2年移動平均。
 (原出所) Thomson Financial Database
 (出所) ECB Monthly Bulletin, May, 2006, p. 92.

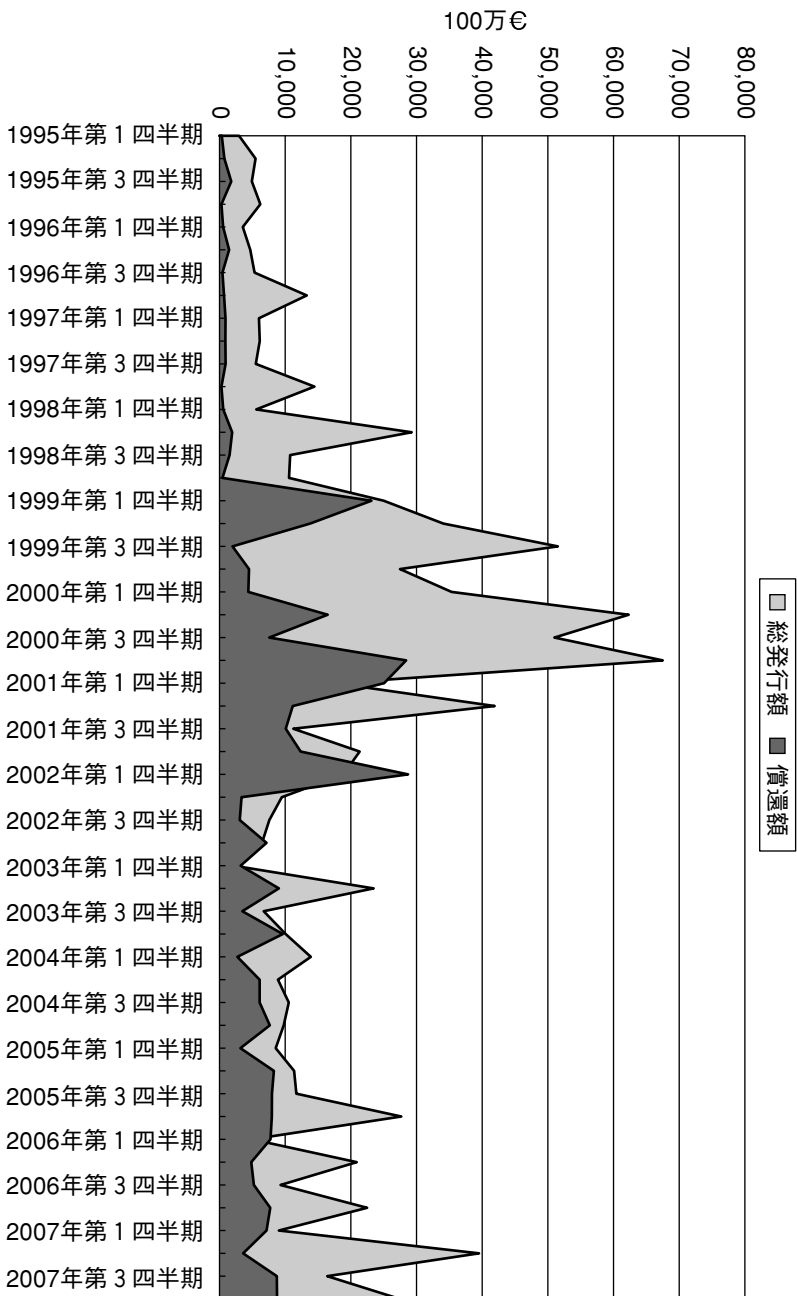
たことである。この点は特にユーロ導入以前と比較すると顕著である。したがって、ネットの発行額は〇〇年第2四半期のピークの後、低位で推移している。特に〇三年以降はネットではマイナス（償還超過）の時期も見られる（図12）。このようなネットでの株式発行の低迷に関して、その原因を（一）ニューエコノミー・バブル崩壊後の株価の低落、（二）低金利、（三）産業投資対内部資金の金融ギャップの縮小が指摘されている。⁽⁵⁾

株式発行手取金の使途、および株式償還の要因の内訳が正確には不明であるので、確認することはできない。しかし総発行額と償還額の推移の背景には、株式ユーロ導入直後と〇五年以降ではM&Aの方法の変化が寄与していると思われる。すなわち、ユーロ導入直後は買収企業による株式発行、同株式による被買収企業株式の購入、購入株式の償却という株式交換の方式が主流であった。したがって、株式発行はグロスで増加し、償還額もそれに比例して増加し、結果的にはネットとグロスのギャップが大きくなった。〇五年以降は、負債による調達資金あるいは自己資金による買収、購入株式の償却という方法へ変化している。

（3）銀行ローン

ユーロ域企業向けローンの動向は景気循環、経済成長との規則的な関連性が確認されている。特に、マクロ要因としては銀行ローンの成長率と非住宅投資との相関性が最も高いといわれる。〇四年までの二〇年間の企業向けローンの年平均成長率は三・二五%であり、非住宅投資のそれは約二%である。しかも企業向けローンの成長は非住宅投資にわずかに遅行している。他の諸要因も無視できないが、企業向けローンの動向を規定しているのは景気循環、なかでも企業の投資需要と考えてよい。景気循環からの規定性はユーロ導入後も、例外ではなかった。とはいえ、企業向けローンの実質年成長率はユーロ導入後、急上昇し、〇〇年末には、過去二〇年間で最高

図12 ユーロ域非金融企業による株式発行と償還の推移



(出所) ECB Statistical Data Warehouseより作成。

の九・五％に達した。このようなローンの高成長は持続的な産業投資の成長によって維持される一方で、ユーロ域企業による金融投資のための資金調達需要を反映している。すなわちこれらの金融投資とはユーロ域企業によって内外（特にアメリカ）で展開されたM&A活動である。⁽⁶⁾

(3)ー1 銀行ローンのセキュリティ化

八〇年代半ば、アメリカを震源地とするセキュリティ化は、企業金融とは区別されて、資産の証券化として固有の領域を形成してきた。しかも当初、セキュリティ化は住宅抵当債権の証券化(MBS)から開始されており、企業金融とは直接の関係を有してはいなかった。九〇年代半ばにヨーロッパに移植された証券化も当初、住宅貸付が中心であった。しかし最近では、銀行は非金融企業向けローンの売却・証券化を債務担保証券(CDO)の形態で拡大しつつある。⁽⁷⁾ しかも過去数年では、銀行はローンを資産として保有しながら、ローン債権保有に伴う信用リスクのみをクレジット・デリバティブを利用して売却・除去している。銀行のこのようなローンの流動化・証券化は企業金融という視点からみると資金のアービトラリーの向上に寄与することになる。またクレジット・デリバティブを使ったリスクの銀行部門から金融システム全体への転嫁・拡散はローンの供給のシフトをもたらし、さらに非金融企業へ供与される資金の量や価格に影響を与える。

ユーロ域の証券化の市場規模は〇四年まで年約三〇％で拡大したといわれる。また、ECB、ユーロシステムの公的統計では証券化の際に設立されるSPV(特別目的会社)の発行する種々の証券は非銀行金融機関による発行証券に含まれるが、後者の伸び率は、非金融企業発行の負債証券(社債)のそれを一貫して上回っている。このうちCDOを分離したデータは得られていないが、欧州証券化フォーラム(European Securitization Forum)によれば、ユーロ建てCDO証券の発行額は八八〇億ユーロに達し、前年比八〇％増である。また、いわゆる商

業用貸付証券、商業用不動産向け抵当貸付を担保として発行された債券はユーロ域で、約一〇〇億ユーロから約二五〇億ユーロへと増加し、ドイツがこの成長に大きく寄与している。

(3) ー2 ユーロ域企業向けシンジケート・ローン

シンジケート・ローン自体は歴史的にはアメリカに出自を持ち、その後六〇年代末にはユーロ・カレンシー市場へ移植され、きわめてグローバルな性格を有した金融手段である。その規模は七〇年の七〇億ドルから〇五年には三兆五〇〇億ドルへ増加している。〇五年のユーロ域企業向けシンジケート・ローンの総額は、九八年時点の約七・五倍である。対照的に同期間に、米国、英国のシンジケート・ローンはそれぞれ三七%、九五%がた増加した。米ドルがシンジケート・ローン市場の主要な契約通貨として使用されてきたが、ユーロ導入後、この傾向は顕著な変化がみられる。すなわち、九八年、ユーロ継承通貨で契約されたグローバルなシンジケート・ローン市場のシェアはわずか約五%だったの対して八〇%以上は米ドルが占めていた。九九年以降、ユーロ建てシンジケート・ローンのシェアは次第に増加して今日では二〇%以上に達している。

しかも、ユーロ域のシンジケート・ローン市場は量的な拡大とともに質的な形態変化をとげている。すなわち、参加銀行は巨大な借り手に対して共同でクレジット・ラインを設定するという比較的、非流動的な市場から、きわめて流動的な第二次市場を有するより競争的な市場に転換している。しかも第二次市場にはヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)やその他の機関投資家が参加してきており、ローン市場の証券化と同様な傾向がみられる。事実、九〇年代後半から二〇〇〇年代はじめのシンジケート・ローンの成長は確立された第二次市場や台頭しつつあるクレジット・デリバティブ市場に支えられてきた。そして第二次市場やクレジット・デリバティブ市場はシンジケート・ローンの幹事銀行(オリジネーター)が信用リスクの一部をこ

これらの機関投資家へ転嫁することを可能にしている。

シンジケート・ローンの目的別構成をみると、低金利下にある現在、借り換えのほかではM&A関連なかでもLBOのための資金調達、○五年、○六年と劇的に増加している。

4 結びにかえて

以上、ユーロ導入を跨ぐ二つの景気循環の下でユーロ域の企業金融を資本市場との関連で俯瞰してみた。企業金融の調達側に着目すれば、社債発行額や株式発行額はユーロ導入前後で不連続に増加した。その後、景気後退の中で企業は財務の再構築を進めた後、○三年後半から○七年夏までの好況過程では、主要な外部資金は（銀行および非銀行金融機関による）ローンによって担われている。企業金融という点からみると証券形態での資金調達の比重は、ユーロ導入直後と比較すると、むしろ低下している。ユーロ導入直後に台頭した市場型金融の後退のようにみえる。たしかに証券形態での資金調達は企業の資金調達構成のなかでは限界的市場にとどまっているが、伝統的な証券市場である社債市場、株式市場それぞれ自体は質的な成熟を開始している。社債市場では、長・短証券残高の量的な上昇シフトの下で、証券の種別化・ハイブリッド化、信用リスクを反映した価格IIスプレッドの形成、多様な格付け社債の登場などがある。また株式市場では、企業のM&A（買収・合併）ブームが同市場を「企業支配権」市場へと変貌させようとしている。また自社株の買戻しも増加している。さらに依然として企業の最大の資金調達源泉である銀行ローンもはや伝統的なものではなく、第二次市場を常態化したシンジケート・ローン、クレジット・デリバティブを組み込んだ資産の証券化、セキュリティションの拡大などは市場型金融へのベクトルである。

以上の資金調達側の変化に対応する企業の投資行動の特徴として、波動的な増減を主導しているのは産業投資ではなく金融投資なかもM&Aであることが浮き彫りになってきた。

(注)

(1) マクロ・データとは二〇〇七年六月から四半期ベースで集計・公表されはじめたユーロ域勘定Euro Area Account統計を指す。同統計の概要については、“The Introduction of Quarterly Sectoral Accounts Statistics for the Euro Area” *ECB Monthly Bulletin*, Nov. 2007, を参照(シ)ル。

本レポートはECB月報 (*Monthly Bulletin*) 所載の諸論文の他に、“ECB (2007a), “Corporate Finance in the Euro Area, including background material”, *Occasional Paper Series*, No 63, June, に拠っている。

また本レポートはユーロ域企業をマクロ的に集計したデータを使用したため、企業の業種間、規模別さらにユーロ域参加国間の差異には言及していない。これらの問題については前掲“ECB (2007a)を参照のこと。

(2) ECB (2007b), “Economic and monetary developments”, *Monthly Bulletin*, Sep, p. 49.

(3) 金融資産投資の主要な構成要因であるM&Aの推移をみると、〇五年以降、再度その取引額を急増させている。〇六年までの一年間に、ユーロ域企業が買収企業として実行したM&A取引額は四六六〇億ユーロに達し、そのうち非金融企業によるものは六〇%、二八〇〇億ユーロであった。その後もこの趨勢は〇七年はじめまで続いている。〇七年はじめまでの一年間にユーロ域企業が買収企業および被買収企業となったM&A取引額は七〇〇〇億ユーロに迫ろうとしている。また〇五年以降のM&A取引額は、〇一年はじめの過去のピークに迫る勢いである。九〇年代末から二〇〇〇年代初頭のM&Aブームと今回のそれとの顕著な相違は、前回のM&Aの主要な部分が株式交換によって実施

- されたのに対して、今回は現金ないし負債による資金によるものが主流になつてゐる。ECB (2006), "Recent Trends in Merger and Acquisition Activity in the Euro Area", *ECB Monthly Bulletin*, July, pp. 36-39. ECB (2007c), "M&A Activity and Stock Price Developments in the Euro Area", *ECB Monthly Bulletin*, Aug. pp. 36-37. しかる後者はIPOの形態に於てM&Aが支配的である。伊豆久「M&A・LBO・CDO」『証研レポート』一六四〇号「最近のLBOの特徴と背景」『証研レポート』一六四二号、日本証券経済研究所。Blundell-Wignall, "Private Equity Boom", *OECD Financial Market Trends*, No. 92, 2007. 45頁を参照せよ。
- (4) Bonde, G. de and Marques D. (2004), "The High-Yield Segment of the Corporate Bond Market: A Diffusion Modelling Approach for the United States, the United Kingdom and the Euro Area", *ECB Working Paper Series*, No. 313/Feb.
- (5) ECB (2007a) p. 58.
- (6) 以下同ECB (2005), "Financing Conditions in the Euro Area", *Occasional Paper Series*, No. 37, 22頁。
- (7) ユーロ域におけるCDOを含む最近のセキュリティライゼーションの動向についで、ECB (2008), "Securitisation in The Euro Area", *Monthly Bulletin*, Feb. を参照。

(つりえ きちんじゅう・中京大学教授)