

アメリカの私募債市場について*

磯 谷 玲

要 旨

私募形式での債券発行は企業にとって重要な資金調達方法のひとつである。

戦後の私募市場の中軸は生命保険会社であるといつてよい。生命保険会社は私募債の買手として大きなシェアを有している。

最近の特徴としてはルール144Aが導入されたこと、エージェントの活動がその比重を増してきたことがある。現段階では生命保険会社の重要性は変わっていないが、ルール144Aの導入を契機として流通市場が形成されれば、他の金融機関も参入してくる可能性もある。実際年金基金や投資信託はそのシェアを増加させてきている。

また、エージェント業務にも大手商業銀行や投資銀行が取り組んでいる。これらの大手金融機関は顧客である企業との日常的なリレーションシップをつうじて、顧客の金融ニーズを把握し、私募発行を仲介しており、この面でも私募市場の構造が変化しつつある。

「金融自由化」のなかで、私募市場も転換期にさしかかりつつあると考えられる。

目 次

はじめに

I. 戦後私募債市場の特徴

II. 現在の私募債市場の特徴

1. 私募債の諸条件

2. 私募債市場における借手

3. 私募債市場における貸手

4. エージェント

III. ルール144Aの創設

IV. むすびにかえて

重要な資金源となっている(図1)。

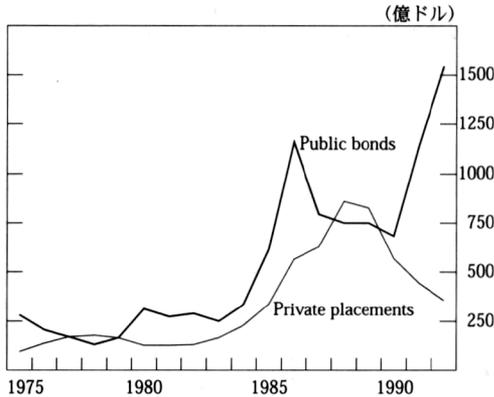
はじめに

アメリカでは私募形式での社債発行は企業の

「金融自由化」と呼ばれる過程の中で、アメリカの金融・証券市場や金融仲介機関は大きな変化を経験している。特に商業銀行および銀行

*本稿作成にあたり、財団法人石井記念証券研究振興財団より助成いただいた。記して、感謝したい。

図1 社債発行額の推移 (1975~92年)



〔出所〕FRB, *Staff Study*, No. 166, p. 5.

持株会社はいわゆる「3L」問題等から収益を悪化させ、伝統的業務以外の領域に積極的に進出している。こうした領域の一つである証券業務への銀行ないしは銀行持株会社の進出は、「銀行と証券の分離」を定めた1933年銀行法の改正によらず、FRBの行政措置によって実現してきたことは周知のことであろう。他方で、こうした銀行の活動は銀行経営の「健全性」と両立しうるのか否かという点での議論をひきおこしている。商業銀行の活動が金融再編の一つの軸となっているのである。そして、そのことが各金融市場や仲介機関の動向にも影響を及ぼしていると考えられ、当然のことながら私募債市場に対しても何らかの影響を及ぼしていると考えられる。

本稿では、以上の点を念頭に置きながら、主にアメリカ私募債市場について市場参加者へのインタビューを含む詳細な検討を行った Carey, Prowse, Rea, Udell の研究に依拠して、アメリカ私募債市場の現状やそこでの仲介機関の役割、あるいは「金融自由化」の含意などを探ることにしたい。

I. 戦後私募債市場の特徴

堺雄一氏は戦後(1970年代以前)のアメリカ私募債市場の特徴を次のように整理している。

第1に発行体という点における特徴は、鉱工業が中心であるということである。

かつては、鉄道業や公益事業が証券発行の中核であったが、戦後は自動車、石油、電気機械、電算機、軍需産業、アルミなどが経済発展を担うようになり、証券発行も増加した。しかもこうした諸産業の証券発行の大半が私募発行に依存した¹⁾。

この経緯については次のようにいわれている。

「戦後におけるアメリカ経済の成長を担った鉱工業およびその他の産業では、戦後一貫して巨額の証券発行が続いたが、こうしたなかで公募市場は個人投資家の社債保有からの撤退が相次ぐ中で著しく狭隘化し、これらの諸産業はその膨大な所要資金を、いきおい資金力のある生命保険会社に仰がざるをえなかった。一方生命保険会社、とりわけ巨額の資金を蓄積した大手の生命保険会社は、ニューヨークの諸金融機関と密接な関係を結んで金融市場における影響力を高め、こうした下で資産の安定的運用を目指し、これらの資金需要を著しく高めた鉱工業およびその他の産業の発行証券を私募引受の形で大々的に引き受けることになった。²⁾

また、発行体が巨大企業と中堅以下の企業の両極に分布し、発行主体という点からみて二重構造がみられつつあるということも特徴的であるとしている。

第2に、引受業者の参加が戦後一貫して増加しているという点を上げている。

表1 私募発行における引受業者の参加状況

(単位 100万ドル)

	私募債発行総額 (A)	引受業者が参加 するもの (B)	B/A (%)
1935～39年	2,299	787	34.2
1940～44	3,150	1,381	43.8
1945～49	9,929	4,827	48.6
1961～63	17,494	11,125	63.6

〔出所〕 塚雄一『アメリカ私募債市場の発展と構造』, 32頁。

証券引受業者の参加は1930年代までほとんど意味を持たない程度にとどまっていたが、1940年以降活発化し、1940～44年に43.8%だったものが、45～49年には48.6%、61～63年には63.6%へと増大した(表1)³⁾。

こうした引受業者の参加に関する特徴は、第1に引受業者の参加が新規発行の証券に集中しているということである。全引受46件のうち、証券業者等が参加したのは23件であったが、新規案件については14件中12件と大半を占めたのに対し、継続および追加案件については32件中11件にとどまった。

特徴の第2は、直接引受業者等の参加が大手の生命保険会社以外の引受機関による私募引受に集中しているということである。1969年下期の引受実績でみると20大生命保険会社が総引受件数の27%を証券引受業者の参加による方式をとったが、その他の生命保険会社は59%、銀行・信託会社が84%、年金基金、財団等が同じく84%を証券引受業者が参加する方法に依存している。

第3は、証券引受業者の参加が共同引受においていちじるしいことである。

第4の特徴は、証券引受業者の参加が大型起債に集中していることである。起債規模が大型化すればするほど証券引受業者の参加する割合が増大し、1,000万ドルから2,000万ドル未満の起債については73%、2,000万ドルから5,000万

ドル未満については78%、さらに5,000万ドル以上についてはその全てが引受業者の参加によっている⁴⁾。

そして、氏は「戦後の時期を通じ、私募発行に中核的役割を演じてきたのは生命保険会社、とりわけ金融市場における影響力を高めた大手の生命保険会社であり、証券引受業者は単なる調整役として、私募発行に補完的役割を果たすにとどまったとみるのが至当⁵⁾」であり、「1930年代以前の時期にみられた巨大な金融、産業支配力を基盤に引受機関を動員して証券発行に中核的役割を演じている⁶⁾」のではないとする。

II. 現在の私募債市場の特徴

次に、Carey等の研究によって今日の私募債市場の現状をみることにしよう。

1. 私募債の諸条件

私募債の発行規模は、平均的には銀行融資よりも大きく、公募債よりも小さい。1989年においては、鉱工業融資の中間値は約5万ドルであった。また96%強は1,000万ドル以下であった。

対照的に、89年に非金融業によって発行された私募債の中間値は3,200万ドルで、平均値は7,600万ドルであった。25万ドル以下(銀行融資の70%はこのカテゴリーに入る)のものはない。ほとんどの発行は1,000万ドルから1億ドルの間に位置している。

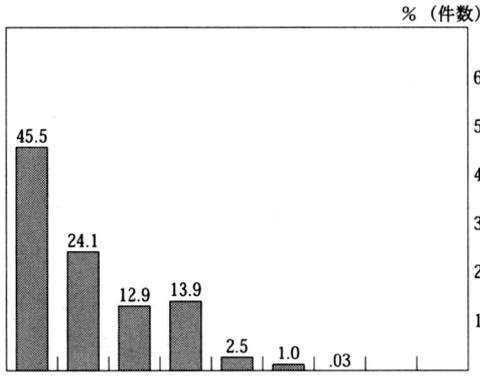
公募債の中間値は1億5,000万ドルで、平均は1億8,100万ドルであった。発行されたものの過半は1億ドル以上である(図2)。

満期構成という点でもこの3者の間には相違がある。銀行融資は相対的に最も短く、公募債

図2 負債性手段の規模別分布 (1989年)

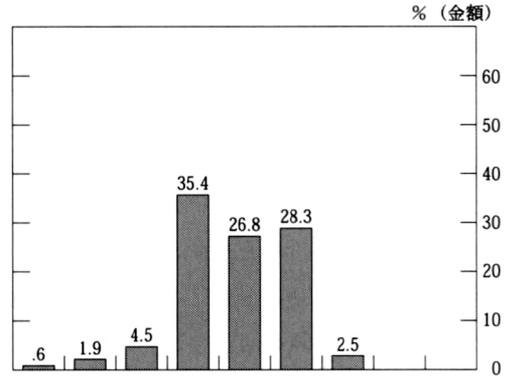
件数

2. ローン

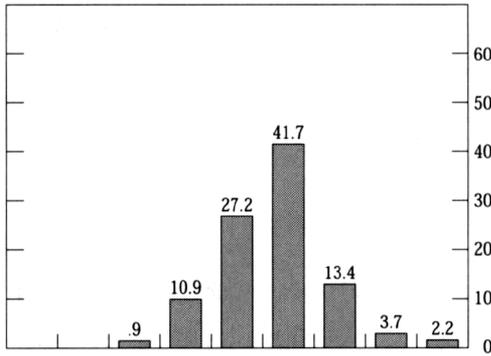


金額

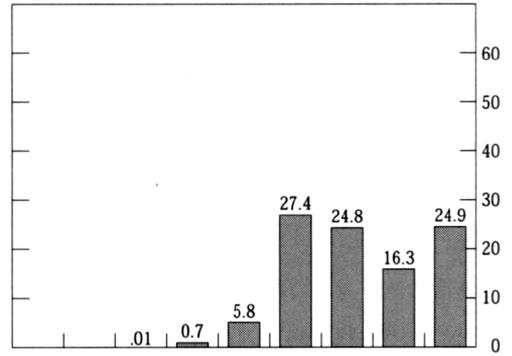
3. ローン



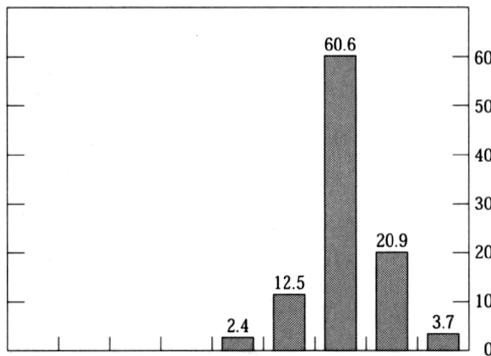
4. 私募債



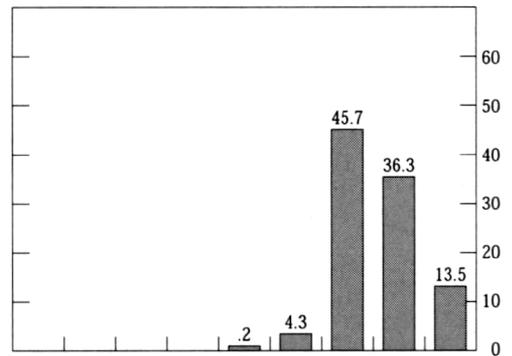
5. 私募債



6. 公募債



7. 公募債

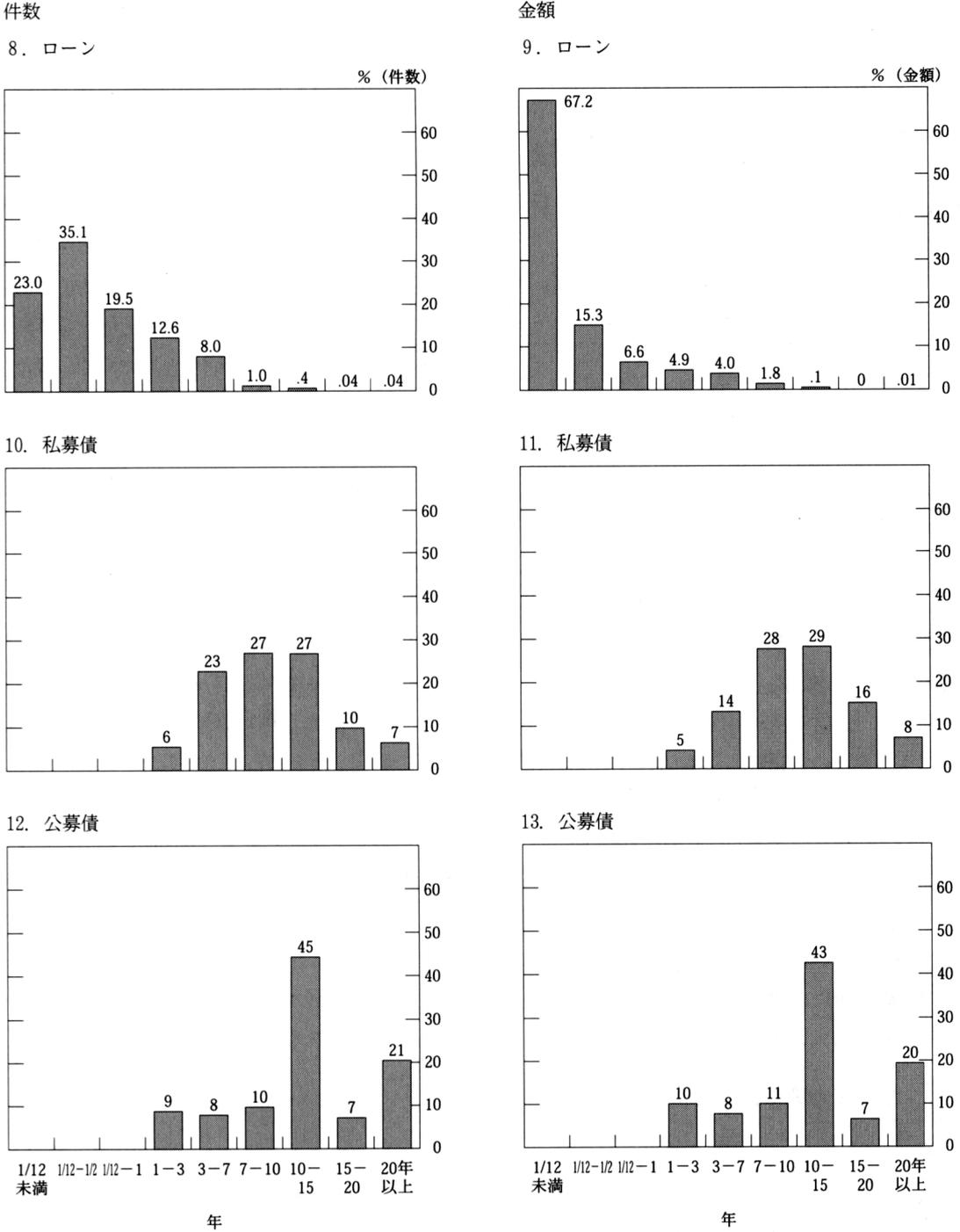


規模 (100万ドル)

規模 (100万ドル)

(出所) 図1に同じ, p. 6.

図3 負債手段の満期別分布



(出所) 図1に同じ, p. 8.

表2 借手の市場選択

借手及び発行形式	長期・固定利子	短期・変動金利
「情報問題」のある企業 軽度 重度	私募 銀行借入	銀行借入 銀行借入 銀行借入
「情報問題」のある起債 特殊な要求のある企業 小規模発行 大規模発行	私募 私募または銀行借入 私募または銀行借入 公募	銀行借入 銀行借入 銀行借入 銀行借入またはコマーシャルペーパー

〔出所〕図1に同じ，p.16.

表3 私募発行 (単位 %)

産業	金額ベース	件数ベース
非金融	55	50
金融	30	30
公益事業	6	6
政府	1	2
その他	8	11

〔出所〕図1に同じ，p.17.

が最も長い。私募債はその中間である。89年においては銀行融資の満期は、中間値で3カ月、平均で9カ月ということである。銀行融資の80%以上が1年以内である。

私募債は通常中長期のものとなるが、非金融業による発行の中間値は9年であった。平均も9年である。1年以下のものは存在しない。私募債の平均的な償還期間は6年と7年の間である。

公募債は非常に長期の満期構成となっている。1989年に発行されたもののサンプルの中間値は10年、平均は13年であった。7年以下のものは17%しかない(図3)⁷⁾。

2. 私募債市場における借手

私募債市場における借手は通常表2に示されるようなカテゴリーに分けることができる。ほとんどは、情報の問題を抱えている(information-problematic)か、あるいは情報集約的な(information-intensive)投資家しか買

えないくらい複雑な事情のある企業である。あるいはディスクロージャーを避けたいなどの理由から公募に対して消極的な企業であり、また公募市場ではあまりに小さすぎて効率的に行うには問題がある企業である。

より具体的な発行体の種類としては表3があげられる。発行者が属する産業は多様であり、一般事業会社は61%、金融機関が30%というところである。これは情報という点からみると二つのグループに区分できる。

ひとつは、情報の問題がある企業であり、もうひとつは企業自体にはそういうことはないが、これから行おうとしているファイナンスの方法が「情報問題」を抱えているかである。

前者の企業は運転資金や中長期資金をローンから利用できる。しかし、通常公募市場では長期のファイナンスを行うことはできない。公募債市場における買手は通常こうした企業の投資に対して必要とされる信用分析(credit analysis)に人員やその他の経営資源を割けないからである。そこで私募債という形で発行することになる。

私募債のほとんどの発行体は中規模企業で、軽度の「情報問題」がある企業である⁸⁾。

このような借手は銀行からよりよい条件で借り入れることができるかもしれないし、また付帯条件を厳しくすることによって、私募よりも

低いコストで借入を行える可能性もある。

後者のグループは様々な要因、たとえばプライバシーを守りたいとか、公募で発行する場合必要とされるアメリカ会計原則を適用されたくないとかといった要因から私募債を選択するグループである。

また大多数の巨大企業が私募債市場を利用しているが、その大きな要因は「時間」である。特殊な例としては1989年のESOPsの税制改正が指摘されているが、一般的には公募における登録に必要な期間以前にファンドを調達する必要がある場合、私募という方式が選択される。1例としては、買収や合併に関連したケースをあげることができる。

発行規模や発行コストと市場選択については次のようにいわれている。

公募発行の場合、SECへの登録の費用、引受に関する費用が必要となるが、私募市場の利用者はこうした費用を負担する必要はない。しかし公募市場での発行は信用分析のコストが低いことや、流動性が高いことなどからより低い利率で発行することが可能である。したがって、公募・私募どちらも利用することが可能な企業にとっては発行規模が選択のキーとなる。一定規模以下の小規模発行にとっては安価な発行コストが私募市場の魅力であり、大規模発行にとっては、より低い利回りが公募市場を魅力的なものにする。損益分岐点は7,500万ドルから1億ドルの間である。

いくつかの理由から1,000万ドル以下の私募発行は珍しい。その理由とは(1)私募発行には固定的なコストが伴うので、小規模の発行は割高となること、(2)また私募債の買手はデュー・デリジェンス (due diligence) とローン・モニタリングのための固定的なコストをカバーする

表4 私募発行の特徴 (1989年)

	私募	公募
件数	140	175
企業数 (%)		
単純債	96.5	87.6
複雑債	3.5	12.4
発行数 (%)		
単純債	91.9	74.2
複雑債	8.1	25.8
発行規模 (100万ドル)		
平均	100.1	184.5
中央値	48.5	60
平均規模 (100万ドル)		
単純債	86.7	50.8
複雑債	236	576.5

(注1) 私募とは公募市場での起債が不可能なグループを、公募とは公募私募双方での起債が可能なグループを指す。なお、公募市場での起債は格付の取得による。

2) 単純債とは上級証券 (senior securities)、担保付社債、モーゲージ・バック債券、無担保社債、ミディアム・ターム・ノートを含むものである。また、複雑債とはリース・バック証券やレバレッジド・リースなどを含むものである。

[出所] 図1に同じ, p. 26.

ために高い利率を要求する(3)1,000万ドル以下の発行を行うような潜在的な発行体は、平均より小さい場合が多い。そのような発行体は私募債市場における買手 (このような買手は銀行や他の貸手ほどモニタリング能力が高いわけではない) にとって非常に情報の問題がある⁹⁾。

表4は公募市場にアクセスできない発行体と公募・私募双方の市場にアクセスできる発行体とを比較したものである。顕著に表れている特徴は公募市場にアクセスできない発行体の場合には、単純な形での発行がほとんどであり、発行規模も小さいということである。

3. 私募債市場における貸手

多くの貸手が、伝統的な私募を自己のポートフォリオに組み入れているが、生命保険会社が

表5 伝統的私募債への投資家

投資家	(単位 %) シェア
生命保険会社	82.6
年金・信託	1.7
ファイナンス・カンパニー	1.4
ミューチュアル・ファンド	0.7
米商業銀行	3.3
外国銀行	3.6
投資銀行	0.7
その他	6

(出所) 図1に同じ, p. 27.

大多数を購入しているというのが、現状である(表5)。

1990年から92年の間に発行された351件の私募債のうち、額にして83%を生命保険会社が購入した。これに次ぐ買手は外国銀行だが、外国銀行のシェアは3.6%であり、生命保険会社が他を圧倒している¹⁰⁾。

さらに、少数の貸手に集中していることも私募債市場の特徴である。315の独立した投資家がサンプルとしてあがっているが、このうちの大半は1件もしくは2～3件の案件に参加しただけであり、購入額も小額であるとされている。買手の上位20社は生命保険会社であり、金額ベースで56%を占める。

市場参加者によれば生命保険会社は新規発行の50%から80%を購入している。生命保険会社は、一般勘定で2,120億ドルの私募債を保有しており(1991年)、これは生命保険会社の資産における全債券保有の26%、全資産の16%を占めている。

資産額による上位20社でみると、その私募債保有額は全債券の39%、一般勘定資産の22%を占めており、これは全生命保険会社が保有している私募債の68%にあたる(1992年末)。

つまり、私募債の保有は大手生命保険会社に

集中しているのである。

大手の生命保険会社は単独の資金源(貸手)となることを望むが、実際には多くの場合発行規模はこの生命保険会社が単独の借手に貸しつけるよりも大きく、典型的な例では6社以上の生命保険会社が購入する。1社あたりにすると時価の5%から20%を生命保険会社は融資することになる。

生命保険会社は固定利率を選好する傾向があり、1992年には生命保険会社のコミットメントの97%以上が固定利率であった。満期構成では、中長期のものが圧倒的に多い。1992年中にコミットしたものの内、平均で3年以下のものは10%に満たなかった。半分以上は5年から10年の満期であった。こうした中長期・固定利率債への集中は、生命保険産業の長期で固定利率の負債とマッチするものである。

購入先はあらゆる経済分野にわたっている。78%は非金融業で、30%は製造業で、8%は石油・ガス・鉱山業、20%は公益事業、通信、運輸部門である。また近年、海外企業あるいは外国企業の在米子会社が発行する証券の購入を急速に増大させている。その結果、これらの証券は1990年中には全コミットメントの3%に満たなかったが、7%を上回るまでになった。

私募債市場における買手が、少数の、限られた種類の買手に集中している理由として、Careyらは以下の4点を指摘している。

- (1) 多くのインフォメーション・プロブレマティックな借手にとって買手が仲介機関(intermediaries)であることが必要である。仲介機関は、デュー・デリジェンスやモニタリングにおいて「規模の経済」のメリットをいかすことができる。
- (2) 金融仲介機関は事業の負債サイドをいく

つかに特化する傾向がある。こうした特化は部分的には規制が影響を与えている。このような特化を前提にすれば、リスクを調整したリターンを追求する貸手にとっては資産サイドにおける特化は当然の傾向となる。

- (3) 私募債市場における集中の第3の理由は、保険とその関連分野における集中である。1991年末で生命保険会社の上位20社は当該産業資産の51%を占めていた。
- (4) 第4の理由は継続的な情報の入手である（この点についてはエージェントの項を参照されたい）。

ところで、保険会社と既存の発行体との間での直接貸付もいくつか存在するが、ほとんどの生命保険会社は主たる取引についてエージェントに依存している¹¹⁾。

そこで次にエージェントの活動についてみることにしよう。

4. エージェント

公募債の場合、契約ベースで引受会社に管理されるが、新規の私募債はエージェントもしくはアドバイザーに依存する。

エージェント業務を行っている金融機関を表6に示す。この表からわかるように、1989年から91年にかけてエージェントによって支援された私募債発行のうち、これらのエージェントは96%を担当していた。また、これらのエージェントは、過去3年間に最低でも10億ドルの私募債発行を支援している¹²⁾。

表6のもとになっているデータベースは新規の私募債発行をすべてカバーしたものではなく、変更される余地も残っているとはいえ、エージェントの構造も貸手と同じく集中が進ん

でいることが確認される。

エージェントは発行プロセス全般を支援していくが、それは次の5つの段階に分けて考えることができる¹³⁾。すなわち、

- (a) 調査段階 (prospecting stage)
- (b) 契約準備段階 (contract design stage)
- (c) 販売段階 (distribution stage)
- (d) 貸手によるデュー・デリジェンス
- (e) 最終段階

である(図4)。

以下それぞれについてみておくことにしよう。

(a) 調査段階

発行体は私募発行を行うか、あるいは他のファイナンス手段を用いるかを決定し、私募発行を行う場合にはエージェントを雇用するか、エージェントの支援なしに独力で発行を行うかを決定する。

商業銀行と投資銀行は私募債を発行しようとする顧客のほとんどをリレーションシップ・オフィサーをつうじた接触によって獲得する。リレーションシップ・オフィサーとは商業銀行では伝統的なローン担当者、投資銀行では顧客との関係を維持する立場にあるものをさす。リレーションシップ・オフィサーは顧客の金融ニーズを把握し、適切な方法を助言する。場合によっては、様々な方法を顧客に提示することが役に立つかもしれない。その場合には同じ組織内の違う部署がプレゼンテーションを行うことになる。

私募債を発行する顧客を獲得するもう一つの方法は、以前の取引に基づいて指名されることである。また競争入札をするために複数のビッドをとりたい場合にも指名されることがある。

上位26行のエージェントは商業銀行の上位20

表6 米私募債における主要エージェント (1989~91年)

Agent	ランク (金額ベース)			3年間の私募取扱額	
	私 募 エージェント	投資銀行	商業銀行	総 額 (100万ドル)	パーセント
Goldman Sachs	1	2	...	37,469	11.7
First Boston	2	4	...	32,143	10.0
Salomon Brothers	3	7	...	25,811	8.1
J. P. Morgan	4	12	8	22,075	6.9
Merrill Lynch	5	1	...	19,574	6.1
Lehman Brothers	6	3	...	16,635	5.2
Citicorp	7	(2)	1	14,485	4.5
Chase Manhattan	8	...	5	13,264	4.1
Morgan Stanley	9	6	...	12,908	4.0
Drexel Burnham	10	n. a.	...	12,246	3.8
Paine Webber	11	11	...	11,726	3.7
FNB Chicago	12	...	10	11,009	3.4
Chemical Bank	13	...	2 ³	10,708	3.3
Bankers Trust	14	...	20	10,167	3.2
Kidder Peabody	15	5	...	8,387	2.6
Continental Bank	16	...	13	6,460	2.0
Bank of America	17	...	3	6,164	1.9
Manufacturers Hanover	18	...	2 ³	5,740	1.8
Donaldson Lufkin	19	10	...	4,022	1.3
Nations Bank/NCNB	20	...	4	3,714	1.2
Dillon Read	21	(2)	...	3,517	1.1
Bear Stearns	22	8	...	3,125	1.0
Smith Barney	23	14	...	2,997	0.9
Capstar Partners	24	...	...	2,634	0.8
Prudential-Bache	25	9	...	2,566	0.8
Dean Witter	26	15	...	1,929	0.6
Wertheim Schroder	27	...	...	1,802	0.6
Lazard Freres	28	...	...	1,184	0.4
Barclays	29	...	...	1,159	0.4
Alex Brown	30	13	...	1,091	0.3

注) 投資銀行ランキングは引受額, 商業銀行ランキングは融資額による。

〔出所〕図1に同じ, p. 49.

社か投資銀行の上位15社にランクしている。これらの上位行はいずれも大手のエージェントとして活動している。

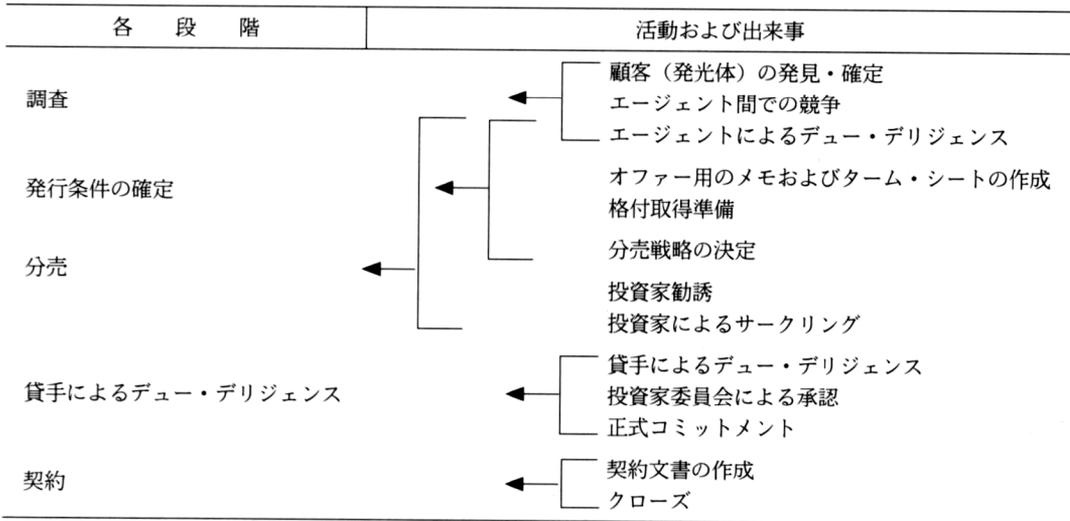
エージェントは巨大である必要はない。しかし、ほとんど絶え間なく続く私募債市場の情報収集や貸手との関係維持のためのスタッフを保持していくコストやその他の諸コストに耐えら

れなければならない¹⁴⁾。

(b)(c) 発行契約条件の整備と証券の分売

エージェントは契約を獲得すると、発行のための準備をはじめ、また証券販売のための準備を始める。私募債の発行条件は一般的にいえば①市況②借手のリスクの二つの要因によって決定されるが、発行条件を決定していくプロセス

図4 私募債発行の各段階



〔出所〕図1に同じ，p. 50.

と証券販売との間には、公募債市場のような明確な区別がなく、曖昧な場合には存在しない。なぜなら、私募債における発行条件決定のプロセスは貸手と借手の間の交渉も含まれているからである¹⁵⁾。

極端な場合には、このプロセスはベスト・エフォート・ベースの公募市場での引受と酷似したものとなる。この場合にはエージェントは市況に関する知識を動員して、貸手の要求を満たすような条件を作り、特に価格や利回りといった条件作りを行う。証券は多くの投資家に（take-it-or-leave-it basis で）オファーされる。

これとは対極の場合では、エージェントは委任状をうけとるとひとつ、ないしは2、3の貸手に直接連絡をとり、借手の性格や総額を知らせる。貸手の反応やそれに続く交渉は証券の条件決定に影響を与える。

またエージェントは公募発行における引受のような市場価格リスクを負うことはないと言われている。しかし、エージェントは次の三つのリ

スクにさらされている。

第1に、発行が成功した場合にのみ報酬が支払われる。したがって、契約が成立するまではそれまでに注ぎ込んだコストが回収されないというリスクにさらされている。

第2に、エージェントの評価がリスクにさらされている。エージェントだけでなく、貸手もまた潜在的ローンの評価するために時間と資源を注ぎ込む。そして、インフォーマルなコミットメントは主にエージェントによって提供された情報（ターム・シートとメモ）に基づいて行われるのである。したがってその情報が不十分であったり、不正確であったりするようなことがあれば、エージェントの評価は低下する。また発行後信用の質が低下する（格付が低下する）ような場合もエージェントの評価を下げる事となる。これはその後のエージェントとしての活動に否定的な影響を与える。

第3に、私募債のエージェントは、訴訟の当事者となる可能性がある。したがって、そのために必要となるコストを勘案しておかなければ

ならない。

エージェントはこうしたリスクをコントロールしているわけだが、それは顧客のビジネス、財務状況、計画などを詳しく分析することによって行われる。エージェントはこのデュー・デリジェンスを委任状発行後（場合によってはそれ以前にも）直ちに行う¹⁶⁾。

こうしたデュー・デリジェンスをエージェントが行うことは、貸手が必要とする情報を収集することであり、また不適格な借手を初期の段階で選別することになり、市場全体の効率を高めるといわれている。

エージェントによるデュー・デリジェンスが実施されると分売に入るが、これは前述のように極端に言えば二つの方法がある。だが、実際の分売においてはこの両極に分かれるわけではなく、多くの分売方法はその中間に分布している。では、分売方法はどのような要因によって決定されるのだろうか。次にこの点を見ることにしよう。

エージェントは発行体と共同して分売方法に関する以下の4項目を決定する。

1. 最初のタームシートに含まれる条件
2. 最初の条件が交渉できないものとして示す範囲
3. 分売の最初のステップとしてリード・レンダーを探すべきか
4. 貸手を要請する方法および貸手の数・性格

起債されると、エージェントは調達資金の一定割合に等しい手数料を得る。そして、エージェントの利益はそのコストに直接に関連している。

エージェントは通常リスクの大きい方法は回避したが。というのはエージェントに対する

手数料は成功した場合にのみ支払われるからである。またそれはエージェント自身の評価にも関わってくる。

こうした点を考えると決定要因としていくつかのものがあがってくる。

ひとつは、借手の事業、財務構造、企業構造による、そしてまた現在進行している資金調達方法によって課せられる情報問題の複雑さ・深刻さである。

複雑さが増すことは、貸手に信用分析などでより多くのコストをかけさせることになる。またすべての投資家が必要な習熟をしていない場合すらある。これが、エージェントがそのような起債の場合リード・レンダーをみつけるインセンティブである。エージェントはリード・レンダーのコミットを他の投資家に対するシグナル、すなわち必要な分析は行われており、条件は十分に満足のいくものだというシグナルとして利用できる。

もうひとつは、借手の格付である。格付が低くなればなるほど、デフォルトの可能性も高くなり、貸手はより一層のコストをかけなければならなくなる。(前の理由と同じで、これがリード・レンダーを探すインセンティブとなる)

最後の要因は、エージェントの利用できる分売ファシリティである。もし起債される証券が格付も高く、シンプルな固定利付債だとすれば、大手投資銀行のようにすでに販売チャンネルをもっている場合にはこれを使うことが可能となる¹⁷⁾。

以上の諸要因から、エージェントは分売方法を選択するのである。エージェントは借手が格付も高く、条件も標準的である場合、あるいは借手の財務構成や会社構成が特殊なものでない

場合、また期間や秘密保持 (confidentiality) にこだわらない場合、さらにエージェントが低コストで広範な分売を行える手段を有している場合公募債のベスト・エフォート・ベースでの引受に類似した方法になる。

逆に非常に起債しようとしている会社や発行方法が複雑であったり、短期間での調達や秘密保持が必要な場合には、エージェントは1ないし2から3程度の投資家と条件を交渉することになる。

(d)(e) 貸手のデュー・デリジェンスと契約の成立

私募発行の最終段階は、第1に貸手による、コミットメントのベースとなった情報に対する確認である。大手の貸手は、借手の返済能力にまで及ぶ広範囲の調査を行う。もし、調査の結果、それまでに提供されていた情報が正確なものと認められれば、取引は成約する。また、もし提供されていた情報が不正確であったり、不十分であった場合取引は不調に終わるか、あるいは交渉が再開される。このあと、契約書が作成され、調印されると一連の発行手続きは終了する。

エージェントは私募発行が成功した段階で発行規模に対する一定割合の手数料を受け取るが、その水準は様々である。一般的に言えば、リスクの大きい借手、もしくは方法において高い。また発行規模にかかわらず必要とされる固定的なコストがあるために、小規模発行の場合、エージェントは大きなパーセンテージをとる必要がある。

1億ドルのシングルA格付の単純な私募債の場合、市場参加者の間では8分の3%から8分の5%程度の手数料率になるといわれている。最も多かったのは50bpである。また、複雑な

発行や小規模発行の場合、数パーセントにまで上昇するともいわれている¹⁸⁾。

III. ルール144Aの創設

証券会社は伝統的に私募引受に従事してこなかった。それは投資家に対する証券の販売は公募 (Public Offering) の一環と考えられてきたからである。SECは1990年にルール144Aを創設し、適格機関投資家 (QIB ; qualified institutional buyers) 間の取引は「公衆に対する販売」には含まれないとする見解をうちだした。この見解の背景としては、議会在が洗練された機関投資家を保護する必要はないと考えていることがあげられる。このことによって、証券会社は私募債を引き受け、適格機関投資家に再販売することが可能になったのである。

ルール144Aの導入によるSECの目的は、

- (1) 私募債の流動性を引き上げ、公募債との利回り格差を縮小する。
- (2) 海外の発行体にとって私募債市場をより魅力のあるものとする。海外の発行体にとって公募市場で必要な開示情報を整備することは負担が大きく、公募形式での発行は割高につくからである。

のふたつであった。

ルール144Aにもとづく発行の特徴は、公募債市場と同じく情報集約的 (information intensive) ではないということである。

また、私募債が公募債と類似した性格をもつようになるにしたがって、投資家層には顕著な変化が生じた。生命保険会社は90年4月から91年8月の間新規債の約75%を購入していたが、91年9月から92年4月の間の時期には60%まで低下した。同時期にミューチュアル・ファンド

表7 私募・公募の発行額 (1989~92年)

(単位 億ドル)

	1989	1990	1991	1992
ルール144Aによる発行	n. a.	22	167	333
海外	n. a.	4	55	105
ルール144Aによらない発行	1,348	101	758	524
海外	203	158	125	94
公募	1,889	2,036	3,071	4,018
海外	92	148	202	241

と年金基金の合計のシェアは10%未満から40%近くにまで上昇した。さらに年金と投資信託以外の公募市場での投資家も144Aマーケットに参入しようとしている。

ルール144Aにもとづく発行規模は表7に示すとおりである。海外発行体の起債分のうち約半分が144Aによる発行へと移転しているが、海外発行体による私募発行自体の大きさはあまり変化していない¹⁹⁾。この点からいえば、発行規模自体が経済事情によって左右されるということを考え合わせれば単純に結論を出すことはできないが、SECの当初の目的の半分は達成されていないともいえる。

IV. むすびにかえて

以上、最近の私募債市場の動向を中心にみてきたが、その発展を簡単に整理すれば

- (1) 貸手(投資家)や借手(発行体)は、従前の構造と大きく変化していない。特に貸手(投資家)は年金基金や投資信託がそのシェアを伸ばしてはいるが、やはり生命保険会社が大半を占めており、他の金融資産と比較して独特の構造をなしている。
- (2) エージェントは大きな役割を果たすようになった。上位のエージェントは大手商業銀行や投資銀行であるが、これらの機関は

日常的な関係をつうじてエージェント業務を獲得している。

となる。

この(2)は前述した堺氏による戦後私募債市場の特徴と比較すると、次の二つの点で興味深いものがある。堺氏は「戦後の時期を通じ、私募発行に中核的役割を演じてきたのは生命保険会社、とりわけ金融市場における影響力を高めた大手の生命保険会社であり、証券引受業者は単なる調整役として、私募発行に補完的役割を果たすにとどまるとみるのが至当である。」とされていた。起債するのは発行体である事業会社であり、投資をするのは生命保険会社を中心とした投資家であるのだから、仲介機関は「補完的役割」を果たす以外にはない。しかし、近年の事例としてエージェントが日常的な関係をつうじて顧客の金融的なニーズを把握し、私募債発行を「促進」する役割を果たしていることが指摘されている。したがって、その意味では近年のエージェント活動は堺氏の指摘された「補完的役割」から1歩ふみだした、積極的な役割を担うようになってきているものと考えられる。以上が第1点である。

第2に、上位のエージェントは大手の商業銀行や投資銀行によって占められているということである。特に商業銀行ないしは銀行持株会社が上位を占めているということは、近年の商業銀行の動向を顕著に反映したものである。

商業銀行は、低成長期に移行したことに伴う資金需要の停滞、発展途上国向け貸付の不良債権化などのいわゆる「3L(LDC, LBO, LAND)」問題、その帰結としての1980年代末の大量倒産や収益悪化などの諸要因を背景として、1980年代以降、派生商品取引などのオフバランス業務や証券業務²⁰⁾などに積極的に進出

し、また手数料収入を重視する経営スタイルに変化しつつある。

商業銀行が積極的に私募債のエージェント業に進出しているということはこうした動向の一環である。したがって、近年の私募債市場における変化の要因の一つは、「金融自由化」による商業銀行の進出である。

また、近年相次いでいる銀行あるいは金融機関同士の買収・合併や提携関係の強化を考えれば、私募債市場においても経済力の集中が進展する可能性がある。現に表6にみられるエージェントのなかでも、その後合併した金融機関がいくつか存在する。アメリカでは、単なる業務範囲の広さ、カバレッジの大きさではなく、競争力があるかどうかが問われてきた。その結果、不採算部門からは撤退し、収益力のある分野に特化した経営が行われてきたが、同一業態内、あるいは業態を超えた合併や提携がすすむことで巨大金融機関が出現する可能性があり、このことは私募債におけるエージェントのありようにも影響を及ぼすものとなるだろう。

注

- 1) 堺雄一『アメリカ私募証券市場の発展と構造』有斐閣、1993年、25頁。

- 2) 同上書、26頁から27頁。
 3) 同上書、31頁。なお、堺氏によれば私募発行には、①引受業者が有償で引受機関の代理者を務め、発行会社との間の諸手続きを行う方法、②生命保険会社や商業銀行が無報酬で代理業務を行い、証券の発行、引受の諸手続きを行う方法、③引受機関自ら発行会社と直接折衝を行う方法の三つの方法がある。ここで増加しているのは①の方法である。
 4) 同上書、31-32頁。
 5) 同上書、33-34頁。
 6) 同上書、34頁。
 7) Mark Carey, Stephan Prowse, John Rea, and George Udell, *The Economics of Private Placement Market* (FRB Staff Study 166), December 1993, pp. 5-6.
 8) *Ibid.*, p. 18.
 9) *Ibid.*, p. 20.
 10) *Ibid.*, p. 27.
 11) *Ibid.*, pp. 27-30.
 12) *Ibid.*, pp. 47-48.
 13) *Ibid.*, p. 50.
 14) *Ibid.*, p. 52.
 15) *Ibid.*, p. 53.
 16) *Ibid.*, p. 53.
 17) *Ibid.*, p. 55.
 18) *Ibid.*, pp. 59-60.
 19) *Ibid.*, pp. 43-46.
 20) 近年の銀行の証券業務進出をめぐることは、内外ともに多数の研究が存在することは周知の通りだが、従来の議論を整理した最近のものとしては、さしあたり Joao A. C. Santos, *Commercial Banks in the Securities Business: A Review* (BIS Working Papers No. 56), June 1998を参照されたい。

(宇都宮大学国際学部助教授・当所兼任研究員)