

## アメリカにおける私募市場について（その一）

磯谷 玲

### 一、はじめに

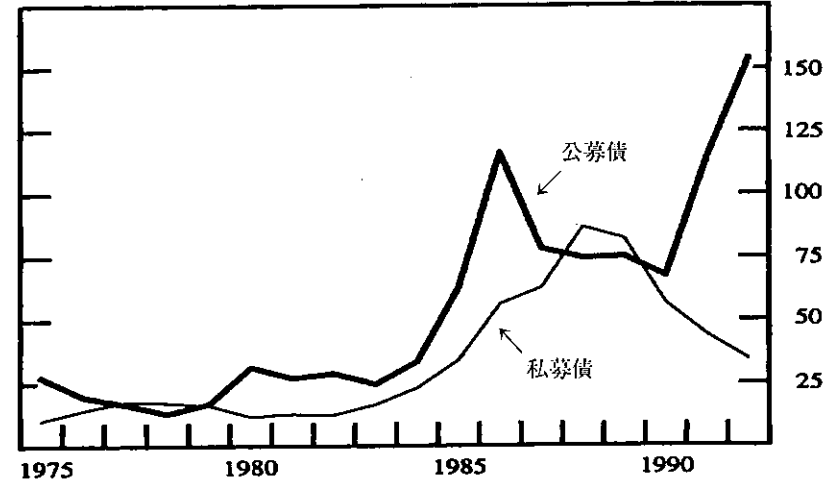
アメリカの証券市場が柔軟で、弾力的であるということはよく指摘されることである。八〇年代アメリカにおける新規企業・産業の勃興・成長も証券市場を始めとする金融システムにその一つの条件がある。

こうした金融システムの一端を担うものとして私募市場がある。

全体としてみた場合、私募市場はアメリカ企業

にとって重要な資金源である(図1)。一九八六年から一九九二年の間に平均して六一〇億ドル(年)の私募債が発行された。これは、公募市場での発行の六〇%以上に相当する。銀行融資との正確な比較はデータが未整備のため困難だが、一九九二年末の米非金融法人向け融資残高は五一九〇億ドル、これに対して非金融法人による私募残高は三〇〇〇億ドル、非金融法人による公募残高は七五八〇億ドルであった。

従来、私募債市場の特性は緩やかな規制とそれによる低コストにあり、公募債市場や銀行融資の

図1 非金融法人による公募債および私募債発行の動向  
(1975-92年・グロス) 10億ドル

(出) FRB, Staff Study, No.166, P.1.

ただし原資料はFRB, およびIDD・インフォメーション・サービス。

たい<sup>(3)</sup>。

## 二、私募債の発行動向

## (一) 発行規模

平均的な大きさとしては私募債は銀行融資や小規模の公募債よりも大きい。

銀行融資の規模の分布を件数で見た場合、一九八九年の新規の商工業融資の中央値 (median) は約五万ドルであり、九六%以上が一〇〇〇万ドル以下であった。金額で見ると平均値 (mean loan size) は約一〇〇万ドルで、件数でいえば三・六%の一〇〇〇万ドル以上の融資が全体の五八%を占めている。また、ほとんどが小規模であるといえ、一方では一〇億ドル規模の融資も珍しくない。

また、公募債の中央値は一億五〇〇〇万ドルで

代替物と位置付けられてきた。これに対して以下に紹介するFRBのStaff Study<sup>(1)</sup>は、情報の非対称性から生じる問題に着目して私募市場を位置付けようと試みている。これは私の理解するところでは、企業の階層、あるいは企業の資金調達の際層に対応して銀行融資、私募市場、公募市場が階層的に機能しており、私募市場をこの中で位置付けようとする試みである。もちろんこの二つの見解は対立するものではないが、近年の活発な起業活動との関連で、後者の見解は注目に値するものと思われる。

さらに近年私募株式市場も起業活動の支援という点で重要な役割を果たしていると考えられているが、この問題に関しても最近FRBのStaff Study<sup>(2)</sup>が公刊された。

そこで、本稿ではこの一連のFRBの研究を整理・紹介し、あわせて若干の検討をすることにしよう。平均値は一億八一〇〇万ドルであった。ほとんどの公募債は一億ドル以上の規模で発行されている。

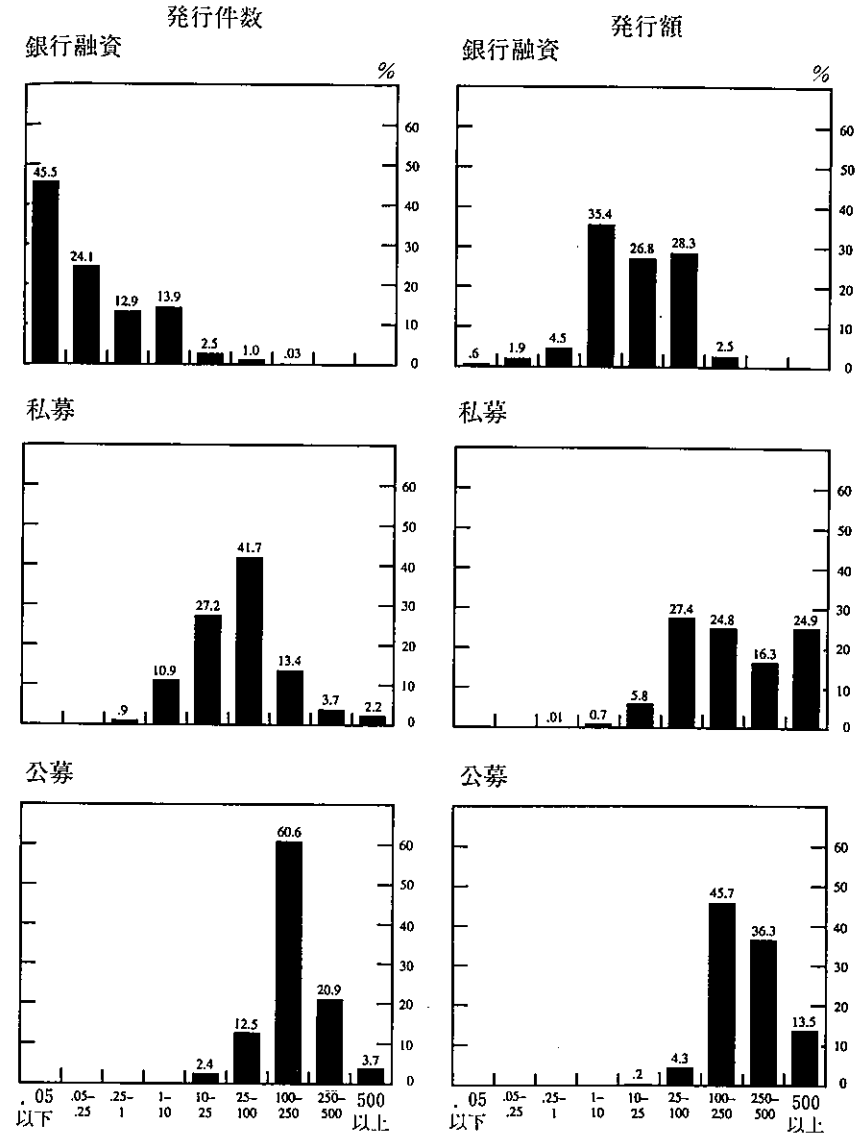
これらに対して私募債の発行規模 (非金融法人による) の中央値は三二〇〇万ドルであり、平均は七六〇〇万ドルである。銀行融資の七〇%が該当する二五万ドル以下の発行は存在しない。ほとんどの場合一〇〇〇万ドルから一〇億ドルの発行規模である (図2)。

市場参加者に対するインタビューでは公募債は一億ドル以上の発行にとって効率的 (cost-effective) だが、私募債は一〇〇〇万ドル以上の発行者にとって効率的であるということが指摘されているが、上述の傾向はこうした指摘と一致する。

## (二) 満期

満期の分布は銀行融資が最も短く、私募債が中

図2 発行規模の比較 (1989年)



発行規模(100万ドル)  
 (注) ミディアム・ターム・ノート、転換社債、資産担保証券を除く非金融法人発行分。  
 (出) FRB, Staff Study, No.166, P.6.

間、公募債が最も長い、というのが一般的特徴である。

銀行融資の満期の中央値は約三カ月、平均は約九カ月である。

全融資の八〇%が一年以内である。融資規模で調整した場合、三分の二が一カ月以内の満期である。

私募の満期は通常中長期である。サンプルでは中央値、平均とも九年となっている。一年以下はない。多くの私募債は償還基金条項 (sinking fund provisions) を有しているため、実際の残存期間 (average lives) はその満期より短い。

最も満期が長いのは公募債である。中央値は一〇年。平均は一三年である (図3)。

(三) 利回り等

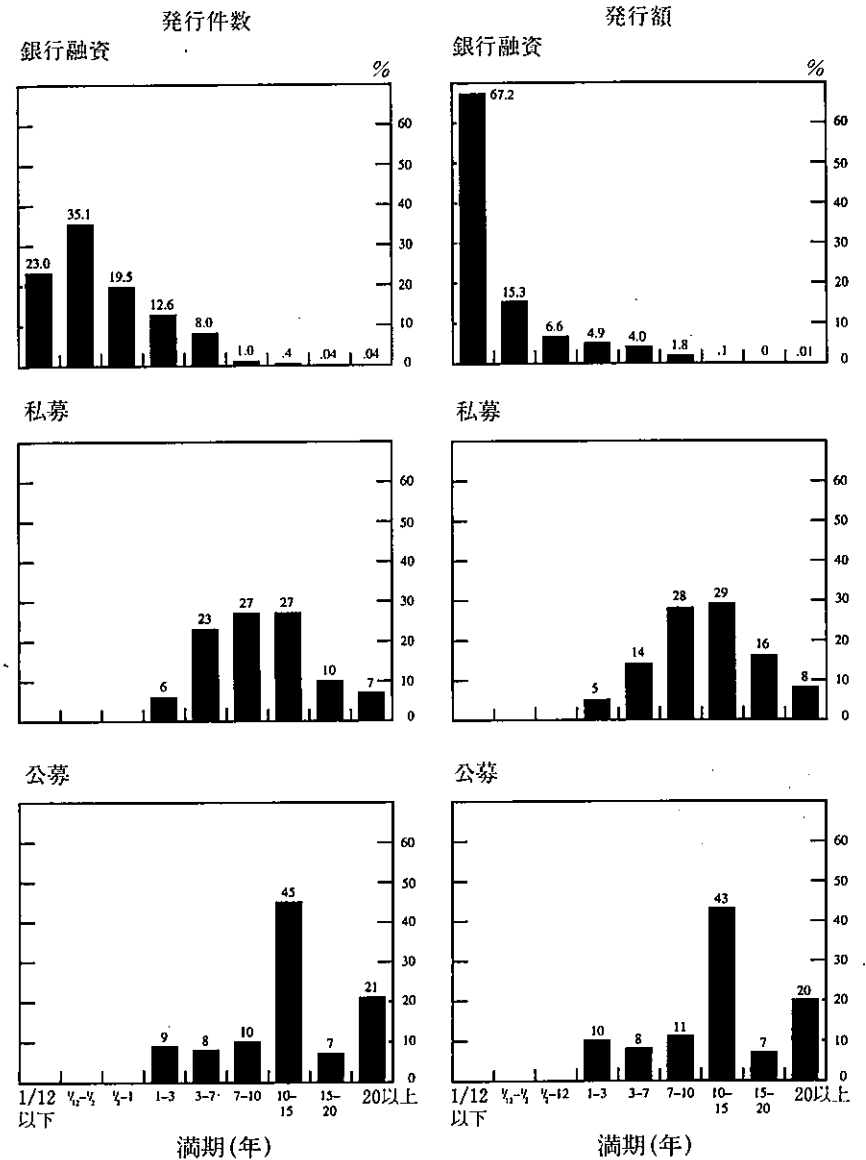
私募債の利回りに関するデータは限られている

が、多くの市場参加者が指摘しているのは、伝統的な投資適格の私募債の利回りは同じ格付の公募債より高く、その差は一〇から四〇ペーシポイントであるといわれている。

非投資適格の私募債の場合、しばしば公募のジャンクボンドと比して利回りが低くなる。投資家は公募のジャンクボンドに対しては大きなリスクプレミアムを要求する。というのは、公募市場においては様々なリスク管理技術 (lender due diligence や loan monitoring 等) を用いるのは困難であると考えられているからであり、公募債の方がよりリスクイだと考えられているからである。

Cohan は一九五二―一六一年の期間を対象として、私募市場は相対的に低格付け企業にとって魅力的、との結論を出している。Hawkins の研究も一九七五―七七年を対象としてこの結論を確認し

図3 発行満期の比較 (1989年)



(注) ミディアム・ターム・ノート、転換社債、資産担保証券を除く非金融法人発行分。  
(出) FRB, Staff Study, No.166, P.8.

ている。ただし、これらの結論は最近の動向には適用できない部分もあることに注意しなくてはならない。<sup>(4)</sup> 例えば、ジャンクボンド市場の成長や一九九〇年半ば以降の非投資適格債におけるクレジットランチなどのことから修正される必要がある。

ほとんどの銀行融資は変動金利であり、私募および公募債は固定金利である。大手の生命保険会社が一九九〇年一月から一九九二年七月までに購入した私募債の中で、わずか三%だけが変動金利だった。IDDの一九八九年のデータベースに記録されている一五八八件の私募債のうちで、九五件だけが変動金利だった。

また証券のタイプとしては担保、無担保、アセット・バック証券等々のさまざまな種類が発行されている。

### 三、私募債市場における借り手

私募市場における借り手の大半は非金融法人か金融法人である(表1)。これらの借り手はいくつかのタイプに分類することができる(表2)。

私募市場における借り手のグループの一つは情報の非対称性からくる問題が生じる(information-problematic)企業である。

これらの企業は短期融資や中期のチーム・ローンは受けることができるが、通常、公募債市場での長期のファイナンスは不可能である。というのも、公募債の買い手は一般的にいつてこうした企業への投資に必要な信用分析にスタッフや他の経営資源を割かないからである。

私募市場にアクセスする企業はほとんどが中規模の、情報の非対称性からくる問題がある企業群

表1 私募債の発行体内訳（産業別・1989年）

| 産業   | 発行額(億ドル) | 発行件数 |
|------|----------|------|
| 非金融  | 55       | 50   |
| 金融   | 30       | 30   |
| 公益事業 | 6        | 6    |
| 政府   | 1        | 2    |
| 不明   | 8        | 11   |

(出所) FRB, Staff Study No.166,p.17. ただし原資料はIDD Information Services.

の中でも相対的に問題が発生する可能性の低い企業である。

情報の非対称性からくる問題が大きい企業、すなわちスタートアップ期の企業や、零細企業の場合外部負債、特に普通社債に依拠することは困難であり、エクイティ・ファイナンスに依存せざるを得ない。こうした企業に対する長期の資金供与の源泉としてはエクイティ・ファンド、メザニン・ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンドなどがある。こうしたファンドは銀行のターム・ローンに対する担保を提供できない企業にとっては特に魅力的である。

私募市場における借り手の第二のグループは、情報の非対称性からくる問題を持つ複雑なファイナンスを行なう、大手の情報の非対称性からくる問題が少ない企業である。これらのファイナンスとしてはプロジェクト・ファイナンス、ジョイン

表2 借手の市場選択の分類

|  | 長期・固定利率    | 短期・変動利率      |
|--|------------|--------------|
| 情報の非対称性から生じる問題がある企業<br>問題が少ない企業<br>問題が多い企業         | 私募<br>銀行融資 | 銀行融資<br>銀行融資 |
| 情報の非対称性から生じる問題のない企業による<br>情報の非対称性から生じる問題のある発行および取引 | 私募         | 銀行融資         |
| 特殊な要求のある企業   | 私募ないし銀行融資  | 銀行融資         |
| 情報の非対称性から生じる問題のない企業による小規模発行                        | 私募ないし銀行融資  | 銀行融資         |
| 情報の非対称性から生じる問題のない企業による大規模発行                        | 公債         | 銀行融資ないしCP    |

(注) 銀行融資には商業銀行・ファイナンス・カンパニー等によってなされるあらゆる短期融資が含まれる。N、CPはコーポレート・ペーパーを指す。  
(出所) FRB, Staff Study No.166,p.16.

アメリカにおける私募市場について(その1)

表3<sup>1</sup> アクセスする市場ごとの企業特性

| 変数          | 企業群                       |                            |                           |                |
|-------------|---------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------|
|             | 公募<br>(1)                 | 私募<br>(2)                  | 銀行<br>(3)                 | 株式のみ<br>(4)    |
| 単位:10億ドル    |                           |                            |                           |                |
| 総資産         | 6.3 <sup>2</sup><br>(1.5) | 3.4 <sup>2</sup><br>(.5)   | .04<br>(.05)              | .04<br>(.09)   |
| 総売上高        | 3.2 <sup>2</sup><br>(1.0) | 1.0 <sup>2</sup><br>(.4)   | .04<br>(.03)              | .04<br>(.03)   |
| 株価          | 1.8 <sup>2</sup><br>(.3)  | .7 <sup>2</sup><br>(.06)   | .10<br>(.01)              | .07<br>(.02)   |
| 単位:パーセント    |                           |                            |                           |                |
| 販売伸び率(3年平均) | 6.2 <sup>2</sup><br>(4.9) | 13.9<br>(8.1)              | 14.4<br>(.9)              | 19.3<br>(5.0)  |
| 比率          |                           |                            |                           |                |
| R&D支出/売上高   | .03<br>(.01)              | .07 <sup>2</sup><br>(.009) | .38<br>(.04)              | .39<br>(.05)   |
| 固定資産比率      | .49<br>(.46)              | .42 <sup>2</sup><br>(.40)  | .31<br>(.21)              | .28<br>(.19)   |
| ROA         | .08<br>(.08)              | .06 <sup>2</sup><br>(.07)  | -.17<br>(-.05)            | -.04<br>(-.01) |
| 総負債/資産      | .40<br>(.30)              | .40 <sup>2</sup><br>(.40)  | .74 <sup>2</sup><br>(.15) | 0<br>(0)       |

(注1) かつこ内は中央値。なお公募企業群は公募・私募・銀行融資のそれぞれにアクセスできる企業である。また私募企業群は私募・銀行融資のそれぞれにアクセスでき、銀行と株式のみとはそれぞれにのみアクセスできる企業である。

(注2) 1%の水準で右のコラムのグループ平均と有意に異なる。

(注3) 5%の水準で右のコラムのグループ平均と有意に異なる。

(出所) FRB, Staff Study No.166,p.24.

ト・ベンチャー、新しいタイプの資産担保証券などがあげられる。私募市場では、投資家が公募市場におけるよりもクレジットリスクを判定する方法に長けているとみられているところから、しばしば私募市場は新しいタイプの証券の試験場の役割を果たすことになる。

私募市場における借り手の第三のグループは、特別な要求を持つ企業である。これらの企業は第二のグループの企業と同じく公募市場を利用できない条件を備えているが、企業情報を公開したくないとか、あるいは買収等の関係で迅速な資金調達を行ないたいとかという理由で私募市場を利用するのである。

情報の非対称性に起因する問題を除くと、借り手の市場選択に影響を与える要素は発行の際の固定費である。大手の発行体には情報の問題はないが、公募市場での低い利子率はしばしば公募発行

の固定費と相殺されてしまう。両方の市場で発行できる企業にとっては、他の条件が同じであるなら選択を決定するのは発行規模である。その分岐点は現在のところ七五〇〇万ドルから一億ドル程度であると考えられている。

また銀行融資と私募との分岐は一〇〇〇万ドル程度のところにあると考えられる(一〇〇〇万ドル以下の私募があまりみられないことによる)。これは以下の三つの理由による。(1)私募発行もいくらかの固定費が存在し、それが小規模発行のコストを高くする、(2)買い手のほとんどはモニタリングなどの諸経費をカバーする利回りを要求する。(3)潜在的な私募債の発行体は小規模企業であるが、これらの企業にとっては銀行融資の方がコスト上有利である。

次に、実際に公募、私募、銀行融資のそれぞれの市場にアクセスしている企業を比較してみよう

(表3)。

企業の分類には次のような方法が用いられた。公募市場での債券発行には格付が不可欠であることから長期にわたって格付を有している企業は公募市場で資金調達を行なっている企業とする。またIDDの私募情報により私募発行が確認され、かつ信用格付を得ていないものは私募債での資金調達企業とする。さらに、格付もなく長期債務もないが、短期の借入れは行なっていると仮定される企業は銀行融資により資金調達を行なっている企業とする。最後に、格付もなく、長期債務も短期借入れもない企業は株式による資金調達を行なっている企業と考える。

こうした基準で分類すると、公募市場にアクセスしている企業は一一四九(一九八九年段階。以下同様)、私募市場にアクセスしている企業は一一三、銀行融資に依拠している企業は四七二、株

式市場にアクセスしている企業は六一三である。<sup>(6)</sup>

これらの企業群の間にはいくつかの階層的・段階的な相違がある。

まず、第一に総資産の違いである。

第二は情報の非対称性に起因する問題である。たとえば、研究開発にともなうリスクは外部から監視することは簡単ではない。銀行と株式のみから資金調達している企業群は公募市場・私募市場で資金調達している企業よりも格段に売上高に対する研究開発費の比率が高いが、これは企業の情報の非対称性の問題を反映したものと考えられる。

同様の情報の階層構造(a similar hierarchy of information problem)は固定資産比率からも示唆される。固定資産比率が高い企業は、以下の二つの理由から固定資産比率が低い企業よりも情報の不確定性が少ないと考えられる。第一は債権者

に対して担保を提供する準備があること、第二に資産の売却やある分野から他の分野への流用はモニタリングしやすいということである。

#### 四、私募債市場における投資家

私募債への主な投資家は生命保険会社である。一九九〇年から一九九二年にかけて発行された三五一件の私募債において、額面の八三%が生命保険会社によって購入された(表4)。

さらに貸し手集中も私募市場の大きな特徴である。サンプルリストは三一五の投資家をあげているが、上位二〇社は生保で、金額にして五六%を占めている。その理由として以下の点があげられる。

第一に、伝統的な私募市場における、情報の非対称性からくる問題がある借り手(information-

problematic borrowers)の相当数は私募の主要な投資家が金融仲介機関であることを必要としている。金融仲介機関はデュー・デリジェンスやモ

表4 投資家内訳 (%)<sup>1</sup>

|              |      |
|--------------|------|
| 生命保険         | 82.6 |
| 年金・他         | 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 | .7   |
| 米商業銀行        | 3.3  |
| 外銀           | 3.6  |
| 米投資銀行        | .9   |
| その他          | 5.8  |

(注1) 金額ベース。

(出所) FRB, Staff Study No.166,p.27. ただし原資料は Loan Pricing Corporation.

ニタリングで、「規模の経済」のメリットを享受することができ、また発行体は長期にわたって適正な手続きがとられているという信用を得ることもできるからである。

第二の理由はこうである。

金融仲介機関は事業の負債部分をいくつかの領域に特化する傾向がある (specialize in a few liability-side lines of business) (例えば、銀行なら預金にという具合に)。その理由のいくらかは規制によるものだが、こうした特化が前提されれば、リスク調整された最大収益 (superior risk-adjusted returns) を追求する貸し手の当然の傾向は資産サイドでの特化に帰結することになる。こうした事情が生命保険会社の私募市場での地位を規定している。

また、このことから銀行はリスクの評価並びに管理の能力は高いが、預金という負債面での性格

上、私募における大規模な投資家とはなり得ないのである。

私募債市場での貸し手集中の第三の理由は、おそらく生命保険事業そのものとその関連領域そのものにおける集中である。

大手の貸し手は私募を購入することに利益がある。なぜなら継続して市場に参加することは、市場の状態に関する最新の情報を彼らにもたらすからだ。

私募市場全体における投資家の情報は非常に乏しいが、インタビュを通じて得られた情報を整理すると、その概要は、以下のとおりである。

まず、生保は広範な私募債を購入しているが、その多くは上位債 (senior) 、無担保債 (unsecured debt) に集中している。

ファイナンス・カンパニーも私募債の重要な買手である。ファイナンス・カンパニーは、担保

や株式の将来性を含むデュール・デリジエンスとモニタリングに特別に習熟している。さらに、ハイリスクの投資に特化する傾向があり、その結果借り手が担保を提供するか、ワラントや転換社債のような株関連の甘味剤 (equity kickers) を提供するよう要求する。

商業銀行は、信用分析に関する十分な能力を有しているが、私募市場における主要な投資家ではない。これはおそらく銀行の負債、つまり短期流動性があり、かつ変動利率の負債が私募とはうまくマッチしないためであると考えられる。

年金基金や投資信託は現在のところ私募に大きく投資していないが、これは規制およびその他の制限による。

(一) Mark Carey, Stephen Prowse, John Rea, and Gregory Udell, *The Economics of the Private Placement*

*Market (FRB Staff Study No. 166)*, December 1993.

(二) George W. Penn, Nellie Liang, and Stephen Prowse, *The Economics of the Private Equity Market (FRB Staff Study No. 168)*, December 1995.

(三) Staff Study No. 166 では「伝統的な私募市場と Rule 144A 市場の双方を扱っているが、ここでは伝統的な私募市場を対象とした部分のみを紹介する。なお、次の発行動向以下の部分で述べられていることは特に断らない限り Staff Study のものである。

(四) 原注によれば、これらの研究は次のものとして公表されている。Avery B. Cohan "Yields on Corporate Debt Directly Placed", Columbia University Press for the National Bureau of Economic Research, 1967. 及び Gregory D. Hawkins, "Essays on Non-publicly Issued Debt", Ph. D. dissertation, Massachusetts Institute of Technology, August 1982.

(五) ただし、モーニングスター問題などもある。

(六) なお、公募と私募の両方の資金調達を行っている企業は一〇九社、発行件数は一七五とされている。

(七) この数値は、Loan Pricing Corporation のデータベースより推計されたものであり、一部ルール 144A による発行も含められている。

(ご参考) 岩田・新研究所在研究報告