

# アメリカにおける私募債市場について (その二・完)

磯谷 玲

## 目次

- 一、はじめに
- 二、私募債の発行動向
- 三、私募債市場における借り手
- 四、私募債市場における投資家
- 五、私募債市場における銀行の役割 (以上第三六卷第七号) (以下本号)
- 六、私募債市場の発展
- 七、私募債市場発展の経緯
- 八、結びにかえて

## 五、私募債市場における銀行の役割

商業銀行の資本市場における役割は過去20年間の間に実質的に変化してきた。コマーション・ペーパーや関連する市場の拡大は、総負債における銀行融資の比重低下と結び付いている。

上述したように商業銀行は投資家としては大きな役割を果たしていない。

だが、私募債のエージェントサービス市場にお

表5 米銀の私募の代理業(1989-91)<sup>1</sup>

エージェント	件数	金額 (100 万ドル)
J.P.Morgan	289	24,229
Citicorp	184	14,577
Chase Manhattan	301	13,621
First Nat'l Bank of Chicago	346	11,126
Bankers Trust	206	10,988
Chemical Bank	239	10,927
Continental Bank	160	6,811
Bank of America	133	6,399
Manufacturers Hanover	100	5,768
NationsBank/NCNB	55	3,875
Mellon Bank	94	1,012
Security Pacific	19	598
PNC Financial Corp	2	127
First Continental Bancshares	1	75
First National Bank of Boston	5	75
Texas Commerce Bank	2	40
Corestates	1	40
Huntington National Bank	1	25
NBD Bank	2	23
Northern Trust	1	13
Shawmut	2	10
First California	1	7
State Street Bank & Trust	1	7
Flee National Bank	1	4
Banc One	1	2
計	2,147	110,449

(注) 件数は、負債および株式の双方の私募を含む。ただし、この銀行リストはIDDデータベースの仕様等により完全ではない。

(出所) FRB, Staff Study, No. 166, p. 71.

いては強力な競争者となっている。一九八九年から九一年の間のIDDデータベースにみられる五五〇件の私募債 (Private Placement of debt)のうち、一九四四件、三五%で米商業銀行は単独のあるいは共同のエージェントとなっていた。金額でのシェアは三二%である。外国銀行は一%のシェアである。

また、私募株式市場において米銀は一九九〇年から一九九一年の期間で一四%のシェアを占めていた。

一九七五年から七七年の期間、米銀は約七%のシェアを占めているに過ぎなかった。シェアが急速に伸びたのはその後の一五年間である。表5は一九八九年から九一年の期間にIDDのデータベースにエージェントとして登場した二五の米銀のリストである。

このリストで印象的なことは次の二点である。

第一に、銀行によってアシストされた新規発行の既知の総額の九八%がただ一〇行によって占められているということである。

第二に、全米で一萬行以上ある銀行数に比べて、このリストが短いということである。もちろん、この表は完全ではなく、報告されていない例もあるものと考えられるが、しかし、エージェントとして活発に活動している銀行は銀行全体の内のきわめて小さな部分であるということは明白であろう。

(一) 銀行がエージェントとして活動する理由

銀行は次の二つの理由から私募市場に参入してきているように思われる。

第一に、このようなビジネスは収益性の良い手数料収入 (Profitable fee income) を生み出すからである。

アメリカにおける私募債市場について (その2・完)

表6 銀行持株会社上位25社の商工業融資と代理額 (10億ドル)

銀行持株会社	商工業融資	代理額 (3年間)
Citibank	33.9	14.6
Bank of America	21.3	6.4
Chase Manhattan	18.6	13.6
Manufacturers Hanover	16.6	5.8
Bank of New York	14.4	....
NCNB (TX, FL, and NC)	13.0	3.9
Chemical Bank	11.7	10.9
First National Bank of Boston	11.2	.1
Morgan Guaranty	10.5	24.3
Security Pacific	10.2	.6
Wells Fargo	9.8	....
Continental	8.9	6.8
First National Bank of Boston	8.2	11.1
Mellon Bank	8.1	1.0
National Westminster USA	6.3	.3
NBD Bank	5.9	.2
Bankers Trust	5.5	11.0
Union Bank	4.8	....
Corestates Bank	4.5	.4
Pittsburgh National Bank	3.8	....
Marine Midland	3.4	....
Wachovia Bank (North Carolina)	3.3	....
Manufacturers Bank	3.3	....
Texas Commerce Bank	3.0	.4
First Union National Bank	3.0	....

(注) 商工業融資額は1991年12月31日現在。代理額は1989年～1991年の3年間の累計(負債のみ)。  
 (出所) FRB, Staff Study, No. 166, p. 72.

第二に、銀行はローンだけでなく、幅広いコーポレート・ファイナンスサービスを提供するという戦略の一環としてエージェントとして活動していると考えられる。

表6は、こうした推論を裏付けている。この表は米銀行持株会社の上位二五行を一九九一年末の帳簿上の商工業融資の額によってランキングしたものであり、これらと一九八九年から九一年の期間での既知の私募(debt only)エージェントの金額を対応させたものである。

表5、6が示すように銀行エージェントの上位一〇行は、商工業融資の上位二五行に入っており、また融資額での上位行の大多数は私募のエージェントとして活動している。

## (二) 米銀および外国銀行のマーケット・シェア

米銀のエージェント活動のシェアは過去一五年

間に十分に増大した。インタビュを通じて市場参加者はこのことの説明として次の二つをあげた。

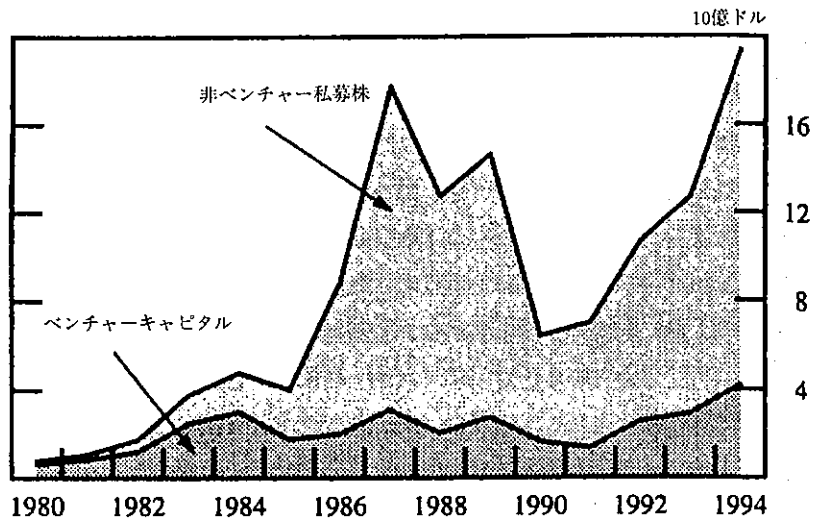
ひとつは、銀行は商工業融資を他の貸し手あるいは市場に奪われるにともない、徐々に企業に対して広範なファイナンス・サービスを販売することに関心を持つようになってきたということである。

第二点、何人かの市場参加者によれば、投資銀行は私募関連ビジネスについて一九八〇年代半ばには低い位置付けしか与えておらず、代わりにM&Aに関連した業務に重点をおいていたといわれている。これがもし真実であるとすれば、このことは銀行が探求していた競争機会を銀行に供したと考えられる。

外国銀行が代理人業務に参入してきたのはここ数年である。これは外国企業の私募債発行が増加

アメリカにおける私募債市場について (その2・完)

図4 新規私募株パートナーシップ (1980-1994)



(出所) FRB, Staff Study, No. 168, p. 12.

したという事実と商工業融資における外国銀行のシェアが増加したという事実と軌を一にししている。

しかし、米銀および外銀のマーケット・シェアが増加し続けるか否かは不明である。投資銀行は依然として強力な競争者である。

## 六、私募株市場の発展

これまでではFRBのStaff Study No. 166によって私募債市場の構造を概観してきた。次に同じStaff StudyのNo. 168によって私募株市場の構造についてみてゆくことにする。<sup>(8)</sup> 私募形式での負債とならんで私募形式の株式による資金調達もアメリカ企業あるいはアメリカ経済にとって重要な地位を占めている。特にスタートアップ期にある企業や、中規模の非公開企業、また買収資金を

求める公開企業等にとっては重要な資金源となっている(図4)。

この一五年間で私募株市場は急速に成長し、今日では残高ベースで見ても、銀行融資とコマース・ペーパーのほぼ六分の一の大きさになり、また、IPOや公募の高利回り債の発行額に匹敵するものとなった。

以下まず、私募株市場を<sup>(9)</sup>発行体、仲介者、投資家という構成主体別に概観することにした(図5)。

### (一) 発行体

私募形式での株式発行体は、発行規模も発行理由もさまざまであるが、共通の特性は、私募株は最も高コストなファイナンスの形式の一つであるということ、また発行体は多くの場合、負債市場や公募株市場でファイナンスできない企業だとい

うことである。

発行体のタイプとしては、三種類ある。

一つは伝統的なベンチャー企業である。これらの企業は設立後あまり年数を経過しておらず、革新的な技術を開発し、将来急速に成長することを企図しているという特徴がある。ベンチャー企業は、前期(early-stage)と後期(later-stage)の二つのグループに分類される。

前期ベンチャー企業への投資は少額だが流動性に欠ける。この種の企業への投資は典型的なケースでは、プロトタイプを製作する段階で五〇万ドル、スタートアップの企業を運営する段階で二〇〇万ドル程度である。またこの種の投資の特徴としては、たとえ当該企業が成功した場合でも投資期間が長期に及ぶことがあげられる。こうしたリスクや低い流動性のために、高い利回りが要求される。

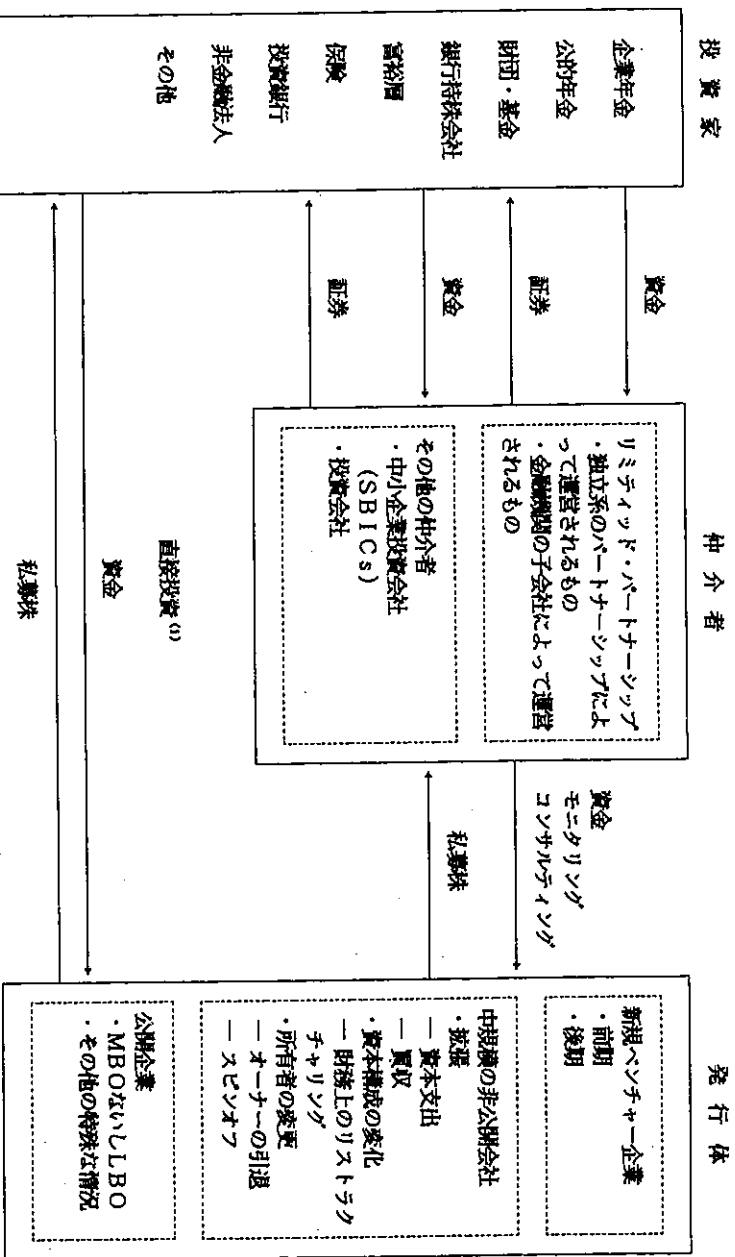


図5 私募株市場の構成

(注1) 銀行持株会社の系列SBICによる直接投資、非金融法人企業へのベンチャー・キャピタル会社による直接投資を含む。  
(出所) FRB, Staff Study, No. 168, p. 4.

アメリカにおける私募債市場について (その2・完)

後期ベンチャー企業では、すでに技術や当該技術への需要は確認されており、不確定な要素はほとんどない。通常後期のベンチャー企業への投資は前期ベンチャー企業への投資よりも大きく、二〇〇万ドルから五〇〇万ドル程度である。また、保有期間は短期である。

二つめのタイプは非ベンチャー企業である。一九八〇年代の半ば以降、こうした企業への投資がベンチャー企業への投資を上回っている。年間販売高が二五〇〇万ドルから五〇〇〇万ドル程度の中規模企業が徐々に投資家を引き付けるようになってきたのである。こうした企業の多くは安定的で、収益性の高い在来型の製造業や流通業サービス、小売業を営んでいる。

こうした企業が私募株市場を利用する理由は、事業拡張であり、資本構成の変化やオーナーの変更である。

最後に公開企業もまた私募株市場の利用者である。公開企業が私募株市場を用いるのは、買収関連や、公募発行にともなうコストを回避したい場合などである。

(二) 仲介者

仲介者(主にリミテッド・パートナーシップ)は私募株投資の約八〇%を扱っている<sup>(10)</sup>。パートナーシップ契約の下で、機関投資家はリミテッド・パートナーに、専門の私募株マネージャーがジェネラル・パートナーになる<sup>(11)</sup>。それぞれのリミテッド・パートナーシップは契約にしたがって固定した投資期間—通常一〇年間—を有する。

リミテッド・パートナーシップとして組織されていない仲介者(すなわちSBIC (Small Business Investment Companies) や、公開取引投資

アメリカにおける私募債市場について (その2・完)

表7 私募株パートナーシップ投資状況

	金額 1992-94 (億ドル)		割合 (%)	
	1980-85	1986-92	1980-85	1986-92
私募株パートナーシップ合計			100	
年金	212.8		49	
企業年金	96.5		23	
公的年金	116.3		26	
財団・基金	51.9		12	
銀行持株会社・保険	73.0		17	
富裕層	40.5		9	
投資銀行・非金融法人	15.1		4	
その他	36.3		9	
合計	429.6		100	
	金額 (億ドル)		割合 (%)	
	1980-85	1986-92	1980-85	1986-92
ベンチャー・キャピタル・ パートナーシップのみ			100	
年金	37.8	98.5	31	45
企業年金	31.3	59.1	26	27
公的年金	6.5	39.4	5	18
財団・基金	9.4	25.7	8	12
銀行持株会社・保険	15.0	24.9	13	12
富裕層	21.1	23.3	18	11
投資銀行・非金融法人	15.9	21.1	13	10
その他	19.7	23.3	17	11
合計	119.0	216.8	100	100

(出所) FRB, *Staff Study*, No. 168, p. 45. ただし、原資料は *Venture Capital Journal and The Private Equity Analyst*.

会社 (publicly traded investment companies) およびその他の企業は、今日では、私募市場において限界的な役割しか果たしていない。

こうしたリミテッド・パートナーシップの発展が私募株市場拡大の要因であることは間違いない。

SBIICは、一九五八年に私募株への投資を奨励する手段として創設された。一九六〇年代および一九七〇年代には私募株投資の約三分の一を占めていたが、今日では一〇〇億ドルに達する市場の内、一〇億ドル以下しか占めていない。

公開取引投資会社 (publicly traded investment companies) も過去には一定の役割を果たしたが、現在では活動している同種の企業は一二に満たず、管理している額も三億ドル程度である。

また、これ以外に私募株投資を行なう組織とし

ては、銀行持株会社によって所有されているSBIICと非金融法人のベンチャー・キャピタル子会社がある。

### (三) 投資家

多くの投資家層が私募株に投資している(表7および8)。公的年金および企業年金は最大の投資家層で、残高ベースで約四〇%を、またパートナーシップの形式での新規に形成される基金の五〇%近くを供給している。

年金以外では、財団や銀行持株会社、富裕な個人等の投資家層があり、各々約一〇%程度を保有している。

保険会社や投資銀行、非金融法人、海外投資家なども主要な投資家層である。

ほとんどの機関投資家は、厳密に金融的な理由から私募株に投資している。これはリスク調整し

表8 私募株の主な投資家

<b>企業年金</b> AT&T General Motors General Electric IBM GTE Ameritech Bell Atlantic NYNEX	<b>公的年金</b> New York State Common Retirement Fund Washington State Retirement System CalPERS CalSTERS Wisconsin Investment Board Oregon Public Employee Retirement Fund Michigan Retirement System Minnesota Investment Board Virginia Retirement System
<b>財団</b> Harvard University Yale University Princeton University	<b>銀行持株会社</b> Chemical Venture Partners First Chicago Venture Capital BankAmerica Venture Capital Group J.P. Morgan Capital Corporation Norwest Venture Capital

(出所) FRB, Staff Study, No. 168, p. 46. ただし、原資料は *The Private Equity Analyst*.

たりターンが他の投資と比べて高いことが期待されるからであり、また潜在的な多角化の利益があるからである。

## 七、私募株市場発展の経緯

(一) 初期の段階——一九四六年から一九六九年

私募株に対する組織され、専門的に管理された投資は一九四六年のARD (American Research and Development Corporation) の組織に始まる。ARDは一九三〇年代および一九四〇年代前半の資本形成の不振を背景として誕生した。

その目的は、第一に、新規および小規模企業に対する金融面での条件の未整備を民間ベースで解決するということである。この背景には、富が、従来小規模企業に対する資金供給者だった個人ではなく、少数の金融機関の手に集中されつつある

という創設者たちの認識があった。

第二の主たる目的は、資本と共に経営技術をも提供するような機関を作ることであった。経営技術の巧拙は資金供給と共に新規事業の成否を分ける重要な要因であると確信されていた。

第三の目的は、ARDのスタッフの中からベンチャー投資に関する専門家を育成することである。

しかし、ARDは、その努力にも関わらず機関投資家の関心を引き付けることはできなかった。一九四〇年の目標額は五〇〇万ドルであったにも関わらず、実際には三五〇万ドルしか集めることができなかった。この後も不振が続いたが、それは部分的には新規企業のファイナンス・ニーズが投資家に正確に評価されなかったためであり、また部分的には株式アナリストが現在の収益に焦点を当てていたためである。

機関投資家を引き付けることには成功しなかったものの、ARDの収益性は高かった。独立企業としての二五年間にわたって、当初からの投資家には年率にして一五・八%の利回りを供給した。また経営上の支援も成功したということは、投資の失敗件数の少なさから確認できるものと思われる。

しかし、この一三年後にSBICが設立されるまで、この種の試みは行なわれなかったのである。新規のベンチャー企業のファイナンスに関するインフラストラクチャが未整備だったためもあって、一九五〇年代を通じて私募株市場は資金不足だと考えられていた。一九五七年のいわゆる「スプートニク・ショック」がそれに拍車をかけた。

議会は個人によるベンチャー企業への投資を促進する一連の策を講じた。その最も大きなものが

Small Business Investment Act of 1958 以下略。

SBIICは中小企業庁 (Small Business Administration) の認可による民間企業であり、リスクの大きい企業に専門的に管理された資本を供給する。政府の奨励策もあり、最初の五年間で六九二のSBIICが認可された。これらのSBIICが管理する民間資本は四億六四〇〇万ドルに達した。いくつかの欠点<sup>(12)</sup>が存在するとはいえ、SBIICは小規模の、急成長企業に対するファイナンスの記録的な量を仲介したのである。

## (二) 成長の種子——一九七〇年代とリミテッド・パートナシップ

一九六八年から六九年にかけての新規発行市場のブームはベンチャー・キャピタル・パートナシップを活気づけたが、皮肉にもその後の事情はベンチャー・キャピタル投資を一〇年近く停滞さ

せるものとなった。こうした事情としては、第一に株式公開 (Initial Public Offering) 市場は、特

に小規模企業にとっては一九七〇年代半ばには実質的に消滅していたこと、第二に、景気後退と低調な株式市場は投資や企業買収活動を低下させ、私募株投資を現金化させる代替的手段としての合併に道を閉ざしていたこと、また、第三に、市場参加者によれば、スタートアップ期の企業を経営する有能な起業家 (qualified entrepreneurs) も不足していたことがあげられる。

こうした七〇年代の状況は、スタートアップの企業への投資を減退させただけでなく、ファンド・マネージャーと他のベンチャー・キャピタリストたちが非ベンチャー企業向け投資に関する戦略を開発するよう強制した<sup>(13)</sup>。

しかし、一九七七年になると、公衆の関心が再び新規ベンチャー企業へのファイナンスに可能な

資本の不足に向けられた。

中小企業庁の報告書においても、議会証言においても、ベンチャー・キャピタル業界はベンチャー・キャピタル産業を再び活性化させるために、ERISAや税制、証券諸法の改革を提唱した。

そのうちのいくつかは一九七八年から八〇年の間に実施され、ベンチャー・キャピタルと私募株の急成長を促進する役割を果たしたが、その中で最も重要なものはERISAの「プルードントマン」条項に関する労働省 (Dept. of Labor) の決定である。

この条項は年金基金は「プルードントマン」の判断に基づくべきであることを求めており、年金基金が小規模企業や新規企業の発行する証券、あるいは、ベンチャー・キャピタル・ファンドに投資することを禁じていると広範に理解されていた。

こうした状況の下、労働省は、ポートフォリオ

全体が脅かされないということが前提される場合には、そのような投資は認められるものであるとする新しい規定をうちだしたのである。この解釈は、一九七八年九月に提案され、九カ月後に採用されたが、ただちに小規模企業の株式市場や新規発行市場に反応を引き起こした。

さらに、この労働省の決定の長期的な影響として、年金基金による私募株パートナシップへの投資を促進したことがあげられる。年金基金のマネージャーたちは、長年にわたって、ベンチャー・キャピタルへの投資は受託者責任の潜在的な違反であるともなしてきた。一九七四年のERISAの成立はこうした保守的な態度を強化させたのである。一九七六年から七八年の間にベンチャー・キャピタル・パートナシップは年金基金から五〇〇万ドルの投資を得ていたにすぎな



かったが、七九年の労働省に決定を機に一九七九年の前半だけで五〇〇〇万ドルに増大した。

(三) 爆発的な増大—一九八〇年代と一九九〇年代  
 これまでみてきたような、リミテッド・パートナーシップの発展と諸規制や税制等の条件の好転は、私募株市場への資本流入を促進した。一九八〇年から八二年にかけての私募株パートナーシップの成約額は合計で三五億ドル以上となったが、これは一九七〇年代全体を通じた額の約二・五倍に相当する。

一九八〇年から九四年の期間の私募株パートナーシップの累積成約額は、総計一二七〇億ドルである。このうち三三〇億ドルがベンチャー・キャピタルへ、九四〇億ドルが非ベンチャー・キャピタルへ向けられた。<sup>(14)</sup>  
 ベンチャー・キャピタルを運営タイプ別に見る

と、八〇年以降、独立系によって運営されているベンチャー・キャピタルが増加している(表9)。  
 また、投資対象別に見ると、初期ベンチャー・キャピタルに対する投資は、パートナーシップ数や投資金額から見て、その割合を減少させている(表10)。<sup>(15)</sup>

八、結びにかえて

以上、アメリカの私募市場に関する二つの論文を紹介した。紙幅の関係上紹介できなかった点多々あるが、最後にいくつかの注目すべき点についてふれておきたい。

まず、第一にしばしば指摘されることではあるが、アメリカでは企業の位置、あるいはニーズに対応した形で階層的な資金調達の場合が存在しているということである。そして、この仕組みが機能

表9 ベンチャー・キャピタルの動向

年	ベンチャー・キャピタル (10億ドル)	運営タイプ			
		独立系	法人-金融	法人-産業	独立系SBICs
1980	4.5	40	31		29
1981	5.8	44	28		28
1982	7.6	58	25		17
1983	12.1	68	21		11
1984	16.3	75	12	9	4
1985	19.6	75	13	8	3
1986	24.1	78	11	8	3
1987	29.0	81	11	7	2
1988	31.1	83	9	7	1
1989	34.4	79	14	7	0
1990	35.9	80	13	7	...
1991	32.9	81	12	7	...
1992	31.1	81	12	7	...
1993	34.8	81	12	7	...
1994	34.1	79	14	7	...

(出所) FRB, Staff Study No. 168, p. 13. ただし、原資料は Venture Capital Journal.

表10 私募株パートナーシップ(規模および内訳)

年	新規パートナーシップ数	平均規模 (100万ドル)	投資対象 (パートナーシップ数, %)		投資対象 (金額, %)	
			初期	バランス型 および後期	初期	バランス型 および後期
1981	40	24.3	43	57	33	67
1982	40	27.4	38	62	26	74
1983	76	39.1	32	68	15	85
1984	83	38.4	34	66	25	75
1985	59	32.8	37	63	28	72
1986	59	51.6	41	59	16	84
1987	78	43.7	32	68	18	82
1988	54	44.3	41	59	31	69
1989	64	47.6	50	50	42	58
1990	21	52.0	14	86	5	95
1991	21	50.8	48	52	45	55
1992	33	64.7	36	64	29	71
1993	37	78.9	24	76	19	81

(出所) FRB, Staff Study, No. 168, p. 13. ただし、原資料は Venture Economics, 1994 Investment Benchmarks: Venture Capital.

するための条件として機関投資家の存在があげられる。特に私募株市場はリミテッド・パートナーシップという制度に加え、年金基金の資金が流入できる様になったことが、急速な成長の条件である。

しかし同時に、こうしたシステムがいくつかの経過を経て今日存在していることもみておかななくてはならない。上述のごとく、小数の機関投資家の手に富が集中しているという認識は、すでに一九四六年のARDの創設時の段階から存在していたのである。もちろん、一口に機関投資家といっても現在のそれと四〇年代のそれとは全く同じではない。しかしこうした認識が非常に早期から存在していたということは注目に値するものと思われる。

第二に、商業銀行は私募債あるいは私募株に、投資家や仲介業者として深く関与するようになって

きているということである。近年、大手銀行（銀行持株会社）は、証券業務に積極的に関与するようになってきているが、私募の分野においてもこうした傾向が見られるのである。

第三に、一九八〇年代以降の私募株発行体として、非ベンチャー企業によるものが多いことである。一九八〇年代におけるアメリカ経済の一つの特徴として中小企業の活発な雇用創出が指摘されているが、こうした活動の一つの条件は金融・資本市場にあったのであり、この点は私募市場の位置付けあるいは経済総体との関係を考える上で重要であると考えられる。

(注)

(8) 以下で述べたことは、特に断らない限りFRB Staff Study No. 168のものである。

(9) この私募株市場とは「組織された私募株市場」(organized private equity market)を指す。ここでは「組織された私募株市場」とは、専門的に管理された機関

投資家中心の市場で、ここにはいわゆる「エンジェル」による資本やルール 144Aによるものは含まれない。

(10) 一九七〇年代までは富裕層や、金融機関、産業企業などが企業の発行する証券に直接投資する形式が主流であった。

(11) こうした専門のマネージャーとしてはベンチャー・キャピタルである Kleiner, Perkins, Caufield, and Byers や買収グループである Kohberg, Kravis, and Roberts などがある。

(12) こうした欠点としては第一に、全てのSBICが新規企業の株式に対して資金供給を行なったわけではないこと、第二にSBICはどちらかといえば機関投資家よりも個人を引き付けたこと、そして第三に、有能な投資マネージャーを引き付けることはできなかったこと、があげられている。

(13) このことは八〇年代以降の私募株市場の活況を生み出す条件の一つとなった。

(14) ベンチャー・キャピタルおよび非ベンチャー・キャピタルのそれぞれの発行業種等の内容については興味深いものがあるが、紙幅の関係上ここでは省略する。

(15) これは、新規パートナーシップ数の減少や、平均規模の増大などの傾向とならんで、機関化が進展したことの影響と考えられる。