

アメリカ株式市場の変貌と プライベート・エクイティ (PE)

公益財団法人 日本証券経済研究所 特任研究員

佐賀 卓雄



はじめに

地政学的な波乱要因は潜在しているものの、アメリカ経済はリーマン・ショック以降、堅調に推移している。しかし、その一方では、その後の広範囲に及ぶ規制改革により、株式市場を取り巻く環境も大きく変化している。

1990年代後半より、IPO（新規公開）が大きく減少し、M&Aによる非公開会社化の増加もあり、上場会社数が半減する一方では、ユニコーンと呼ばれる時価総額が10億ドルを

越える非上場会社が増加している。

さらに、大手金融機関は規制の強化により、業務の縮小を余儀なくされている。特に、金融システム危機の中心にあり、破綻が相次いだ大手投資銀行は業務の全面的な見直しを余儀なくされた。そして、投資銀行はそれまでシャドーバンクとして比較的自由的な業務展開が認められていたが、商業銀行と同等の規制の対象となり、業務展開が著しく制約されることになった。

この間隙を縫って、新たなシャドーバンクともいべきプライベート・エクイティ (PE, private equity) が台頭している。PEは、1980年代後半の企業買収ブームの過程で存在感を高めた際には買収先の資産やキャッシュフローを担保として買収資金の9割前後を負債によって賄う「LBO (leveraged buyout) ファーム」のことであった。しかし、その後の変遷を経て業務が多角化したため、今日ではヘッジ・ファンド (HF) やベンチャー・

目次

はじめに

1. 金融システム危機後の規制環境
 2. 大手独立系投資銀行の衰退
 3. PEの台頭
 4. PEの業務の拡大と変化
- おわりに

キャピタル（VC）を含めてPEと呼ぶことも多い（World Economic Forum [2015] は、これらをまとめてオルタナティブ・インベストメントと呼んでいる）。PE自らは「オルタナティブ・アセット・マネジャー」と呼ぶことが多い。実際、現在のPEは投資銀行とほとんど異ならない業務範囲をカバーし、一部のPEは株式公開するほど大規模化している。金融規制改革の狭間から生まれた新たなシャドーバンクともいえるのである。

以下では、新たな規制環境の下でのウォール街のプレーヤーの変化を中心にアメリカ株式市場の変貌の一端を検討する。

■ 1. 金融システム危機後の規制環境

金融システム危機の深刻さを反映して、その後の改革に向けた取組みはグローバルかつ広範囲なものであった。中でも、金融システムの中心にある大手金融機関の破綻を如何に防ぐか、防げない場合でもそのシステム全体への波及を如何に最小にとどめるかが最大の課題であった。アメリカではこの問題は「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（TBTF）」問題として大手銀行の破綻の度に検討されてきたが、今回は連鎖的に多数の大手非銀行金融機関が破綻するというシステムック・リスクが顕現化したため、その防止策が最大の懸案となった。このための改革として、次のような政策が採用された。

第一に、金融機関（あるいはグループ）の規模の制限である。ドッド・フランク（DF）法は、銀行のM&Aによって誕生する金融機関が全国の銀行預金の10%、あるいは全金融会社の負債総額の10%を越える場合にはM&Aを禁止している。これは単純に言えば、そもそもTBTF問題とは金融機関の規模が大きすぎるからその破綻が深刻な影響を及ぼすということであるから、規模を縮小すれば良いという発想である。

これとの関連で、銀行分割論も提起されているが、他方では、規模の利益（economy of scale）、兼業の利益（economy of scope）の存在、あるいはワンストップ・ショッピングの利便性も主張されている。また、1930年代の深刻な不況の時期に商業銀行の破綻が相次いだ原因として、州際業務の禁止によって狭い営業エリアの経済動向の影響をもちに受けたことが指摘され、その後の営業エリアの拡大と業務の多角化によって銀行システムの安定性が強化されたことが実証的にも明らかにされている。

従って、対策としての規模の制限の最大の弱点はそもそも理論的にみて金融機関の適切な資産規模が明確ではないという点にある。

また、金融ネットワークの観点からは、単に規模だけを重視するだけではなく、システムに占める役割（例えば、決済機能など）も評価すべきであるという意見も強い。

第二に、金融機関の業務の制限である。DF法は商業銀行による自己勘定取引の禁止、

ヘッジファンド（HF）やプライベート・エクイティ（PE）のスポンサーになることを禁止しているが、ヨーロッパで盛んに議論されているリング・フェンシングも同様の効果を意図している。

第三は、自己資本の充実、流動性の維持、およびレバレッジ規制である。これはバーゼル規制が代表的なものであるが、アメリカにも独自の商業銀行に対する自己資本比率規制がある。これは発生しうる損失に対して十分なバッファ（緩衝）を設けて、金融システムの安定性を維持することを意図している。

第四は、ストレステストの実施や破綻処理計画（リビング・ウィル）の策定である。これらは監督当局が大手金融機関の組織の実態を定期的に監視できるようにするとともに、事前に経営、財務面での脆弱性を摘出し、補強するためのツールとしても位置づけられている。

これらの政策は大手商業銀行だけではなく、ノンバンクも含めたSIFIs (systematically important financial institutions, システム的に重要な金融機関) が対象である。このため、それまで比較的自由的な業務展開ができた投資銀行も大きな制限を課せられるようになった。とりわけ、高いレバレッジを利用して収益の過半を占めていたトレーディング業務は大きく縮小せざるを得なくなった。

■ 2. 大手独立系投資銀行の衰退

リーマン・ショック以降、アメリカ資本市場は変貌過程にある。ICTの急速な発展を背景に、IPOの減少、M&Aの増加などによる上場会社数の減少、ユニコーンの増加、私募市場の拡大は、SIFIs、リビングウィル、ストレステストの導入、自己資本規制の強化、ボルカールールの導入などの規制強化とともに、投資銀行業務に大きな圧迫要因となっている。

1990年代後半から新規公開（IPO）が減少し（IPO数は1999年以前が年平均547件であったのに対して、それ以降2011年までの年平均は192件）、特に時価総額が5千万ドル以下の小規模なIPOの減少が顕著である。

その影響もあり上場企業数は1996年の8,090社から2016年には4,331社に減少している（注1）。2012年のJOBS法は新たに新興成長企業（EGC, emerging growth company）（直前事業年度の年間総収益が10億ドル未満の発行会社）というカテゴリーを設け、資金調達面での規制を緩和したが、IPO数の増加には結びついていない。むしろ、同時に採られた私募についての規制緩和により私募による資金調達が増加している。対照的に、PE（いわゆるPEとVCを加えたもの）が投資する会社数は2006年の約4,000社から17年には約8,000社に増加している。プライベート・エクイティについての調査会社であるPreqinに

よると、1980年にPE会社は24社あったが、その後世界的規模で増加し続け、2015年には6,628社になり、その半分強はアメリカに所在している。興味深いのは、アメリカでは銀行数のピークが1980年、ミューチュアル・ファンド数のピークが2001年、会社数のピークが2008年、であるのに対して、PEの数が一貫して増加していることである（Economist [2016], Chart 2）。これはPEが私募市場の成長の担い手であることによるものであろう。

小規模なIPOの引受手数料の平均は約7%で何十年もの間変わっていないが、公開時に大手ユニコーンであったグーグルの手料は1.1%にまで低下している。さらに、2018年にスポティファイ（Spotify Technology S.A.）と翌年のスラック（Slack Technologies Inc.）が引受証券会社の介在しない（ただし、フィナンシャル・アドバイザーを指名することが義務づけられる）直接上場（direct listing）を行った。これがどこまで広がるかは現時点では分からないが、発行体と引受証券会社の力関係の変化の兆候の可能性もある。

この結果、金融機関は2017年にはIPOを含む株式市場から73億ドルの収益を上げたが、これはインフレ調整後では2000年代のピークからは43%も減少している。この原因として、上場にとまなう規制負担の増加、ベンチャーキャピタル（VC）の資金力が増加し出口（exit）戦略を急がなくなったことなどが指摘されている。それに加えて、というよりも

それ以上に、私募市場の規制緩和により公募と私募の区分が曖昧になり、私募市場での資金調達に公募市場を凌ぐようになっていくことが重要であろう（注2）。

ストレステストの導入やバーゼルの自己資本規制の強化など、規制の強化と相まって、これらの構造変化はこれまでの大手投資銀行の収益基盤を大きく揺るがしている。2009年の5大銀行（JPモルガン、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー）のトレーディング収益は1,000億ドルであったが、17年には710億ドル、約30%少ない水準に止まった。例えば、ゴールドマン・サックス（GS）の場合、収益全体に占めるトレーディング収益の割合は金融危機前の65%から37%に低下した。同社の2017年第3四半期のトレーディング収益は10億ドルであったが、これは2009年にわずか10日間であげた金額に過ぎない。M&A関連業務からの収益は、2015年の44%から18年の約34%に低下している。それとは対照的に、資産管理業務からの収益は危機前の10%から19%に上昇している。ただし、運用資産額（AUM, asset under management）では、ETFの残高を伸ばしているブラックロック、バンガード、ステートストリート、フィデリティの4社が2007年の7兆ドルから17年には16兆ドルに大幅に増加させているのに対して、JPモルガン、ゴールドマン、モルガン・スタンレーを含む10大銀行のAUMは6%減少している。

業務体制の面でもICTの積極的な活用が進んでいる。ゴールドマン・サックス (GS) は、2000年には600人いた株式トレーダーを2人に減らし、代わりに200人のコンピュータ・エンジニアによって運用される「自動株取引プログラム」に置き換えた^(注3)。また、2018年には「マーキー」(Marquee)という自動トレーディング・プラットフォームを立ち上げ、トレーディング機能を代替することにより、テクノロジーとオペレーション部門のスタッフに取って代わった。

また、GSはマス富裕層向け金融サービスを提供する「マーカス」(Marcus)というプラットフォームを立ち上げ、リテール業務への本格的な参入を試みている。GEキャピタル・バンクのオンライン預金プラットフォームを買収し170億ドルの預金を獲得するとともに、8ヶ月で10億ドルの融資残高に達した(ちなみに、融資残高が10億ドルに達するのに、フィンテック・ベンチャーのSoFi (Social Finance Inc.) は14ヶ月、レンディング・クラブは65ヶ月を要している)。

GSの動きが注目されるのは、富裕層向けの資産管理業務は別として、同社はこれまで投資銀行として一般のリテール顧客を相手としたビジネスを手掛けてこなかったからである。リーマン・ショックの際に、商業銀行への業態転換に踏み切ったとはいえ、リテール業務への本格的な進出は同社の戦略の転換を示すものとして注目される。

投資銀行の業務展開は、これまでは時に「戦

略なき戦略」(strategy of no strategy)といわれるように、環境変化に融通無碍に適応し、業務範囲を広げていくことが大きな特徴であった。2008年以降の金融システム危機と、その再発防止を目的とした規制の見直しによって、それまで商業銀行に課せられていた規制の枠外に置かれていた投資銀行は同等の規制を課せられるようになった。いわばシャドールバンクから伝統的な銀行システムに対する規制体系に取り込まれることになったのである。

■ 3. PEの台頭

アメリカでは20世紀初頭以来、何度かにわたるM&Aブームを経験したが、LBOという言葉は、投資銀行ベア・スターンズを辞めた3人が買収を専門とするLBOファーム・KKR (コルバーグ・クラビス・ロバーツ)を創業した1976年に初めて登場した^(注4)。

彼らはベア・スターンズにいた時から、事業継承などにとまなう資本構成の再編についてのアドバイスを手掛けていたが、それを専門とするパートナーシップを立ち上げたのである。彼らが買収対象としたのは、十分安定した非公開企業で、売上げとキャッシュフローについて確実な見通しの立つ企業であった。買収資金のほとんど全部を被買収企業のキャッシュフローを担保にして負債によって調達した。市場環境にもよるが、自己資金は5-15%程度であった。そのキャッシュフロ

ーが負債を返済して余りあると仮定すれば、その間（5年から7年）に効率性を改善しキャッシュフローをさらに増加させることによって負債を返済し、株式の売却によって大きな投資利益を手にできるのである。

もちろん株式市場の動向や、投資家層の確保などによっては、常に目論見通りにいくとは限らないが、80年代の企業買収ブームの時代には極めて高収益のビジネスとして注目された。この背景には、1960年代前半からのコングロマリット合併ブームによって、事業効率性などお構いなしに会計的利益の操作によって株価の上昇を目的とするM&Aブームが頓挫し、その整理のための事業の切り離し（スピノフ）の時期にあったことがあげられる。いわば事業の素材である非効率的な企業には事欠かなかったのである。

さらに、資金調達面では、80年代の後半にジャンク・ボンド市場が大きく成長してきたことが重要である。この頃には、LBO投資の高い収益性に誘われ、生命保険や年金基金などの機関投資家がジャンク・ボンドやLBOへの投資に参入し、大型のLBO案件^(注5)の実現に寄与したのである。

1980年代後半の買収ブームの過程でLBO投資が高い収益を実現したのをみて、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどの大手投資銀行もPE部門を立ち上げたため、競争が激しくなった。LBOファンドを組成する場合、VCファンドと同じように、運営責任を負うジェネラル・パートナーは投

資額の2%の管理手数料（近年は競争が激しくなっているために、1.2%前後まで低下している）と、成功報酬（投資利益）の20%を取得する。

今回の金融危機の過程で、PEも大きなダメージを受けた。2005年から07年の相場の活況期に立ち上げた買収ファンドは期待外れのリターンを記録しているが、長期的に見たりターンは市場平均をかなり上回っている。例えば、2011年の時点で過去5年間の年率リターンを比較すると、アメリカのPEファンド全体のパフォーマンスは国内株式市場のそれを5%以上上回っている^(注6)。2019年の時点でも、過去20年では公開会社（S&P500）の6.9%に対してPEは11.6%、過去10年では11.9%に対して12.5%を記録しており、パフォーマンス上の優位を示している。この理由として、公開会社とは違って短期志向の株主からのプレッシャーがないため長期的観点からの運用が可能であることなどが指摘されている^(注7)。

また、PEについては、買収後に短期に投資を回収するために資産の切り売りをするという批判もあるが、PEの投資先のうち、2年以内に売却されるケースは全体のわずかに12%で、58%のケースでは保有は5年以上に及ぶという。また、危機の時代に投資した案件がなかなか出口（exit）に到達できないため、保有期間は長くなる傾向がみられるという（平均保有期間は2008年の4.0年を最短に、16年には5.8年まで延びている）^(注8)。

初期のPEはコングロマリット合併後の事業の整理・再編の時期に登場し、1980年代のM&Aブームの過程で急成長したため、しばしば乗っ取り屋（corporate raider）と同視され、社会的な非難を浴びることも多かった。「ハゲタカ・ファンド」（vulture fund）などの呼び名がそれを表わしている。しかし、保有期間の長さを見ても、PEが被買収先の企業の事業および資本再建に積極的にコミットしていることが分かる。このため、敵対的買収を仕掛ける乗っ取り屋や買い占めた株式を高値で買い取らせるグリーン・メーラー（ドル札が緑色であることから、脅迫状の意味の「ブラック・メール」をもじった言葉）とは異なり、例外はあるが、LBOファンドは被買収企業の経営陣との友好的な関係を維持することが多い。

非上場会社にとってPEは主要な資金調達源泉になっている。現在、PE（非公開会社に対するLBOと、公開会社の非公開化のLBOの両者）は、IPOで調達する資本額の5倍以上を供給している（注9）。今や、PEは公開市場と並ぶもう一つの資本市場としての役割を果たしているのである。

上場会社が減少している背景として機関投資家の株式保有の増加も指摘されている。機関投資家は投資先の企業の情報についてVCやPEのような専門金融仲介機関に依拠することができるから、個人投資家の保護を目的とした公開会社に求められるような情報開示を必ずしも必要としていない。それよりも、

余計なコストがかからず効率的かつ機動的に資本調達ができる私募市場を選好する傾向が強いのである。1980年代初めには発行株式の6割以上を保有していた個人投資家（と非営利機関）は2008年以降は40%を下回る水準まで低下している。それに対応して、機関投資家の保有比率はほぼ同じ40%の水準にまで上昇している（注10）。株式保有の機関化現象も公開会社の減少の背景にあると考えられる。

■ 4. PEの業務の拡大と変化

投資銀行が資金調達のかなりの割合を極めて短期の（時には翌日物の）レポ取引に依存していたため、金融システム危機の過程で借り換えが困難になり、破綻に追い込まれた。それと比較すると、PEは5年前後の運用期間で資金を調達し投資を行っているから、当初の予定通りにいかずに取得資産が塩漬けになることはあっても、短期の資金繰りに行き詰まり破綻に追い込まれるということはなかった。もちろん、パフォーマンスは悪化するが、財務的には投資銀行よりは安定的といえる。

もっとも、投資銀行と較べてPE業界のダメージが比較的小さかったのは、政府や中央銀行によるふんだんな資金供給や低金利政策によって過剰な債務を抱えていたPEが救われたからでもある。例えば、投資会社は2008年から09年にかけてLBOによって対象会社が抱えていた債務は8,000億ドルにのぼり、

2012年から14年に返済期限を迎えることになっていたが、返済期限の延長や、より返済期限が長く金利の低い新たな債務への借り換えによって、2011年初めまでに5,000億ドルに減っていた（注11）。

とはいうものの、PEにとって将来的にどこで利益を確保するかが最大の課題である。経営危機に追い込まれた債券保険会社MBIAやワシントン・ミューチュアルなどへの出資はいずれも時期尚早で、大きな損失を生み出す結果になった（注12）。PE投資にとってはタイミングが決定的に重要である。一方では、機関投資家の金融資産の累積によってドライ・パウダー（PEの投資待機資金のこと）が増加し、このままの状態が続けば投資収益率の低下になるため、投資案件の発掘が喫緊の課題である。

従来型の大型買収の案件が見つけにくくなったため、2000年代初頭のITバブル崩壊後の不況時と同じようにベンチャー投資に目を向けるようになった。次いで、HF、不動産投資ファンド（property fund）、債権投資ファンド（credit fund）、さらには証券ブローカー業務にも進出し始めた（注13）。2007年には、ブラックストーンが株式公開に踏み切り、2016年現在、PE 7社が公開会社になっている。PE大手公開 4社（ブラックストーン、アポロ、カーライル、KKR）の運用資産額は、2006年の時点ではほぼ同じ金額（約300-700億ドル）であったが、その後、ブラックストーンが突出して増加し、2016年には3,500億

ドルを越えている（注14）。

運用資産額の増加と業務の多角化により、PEの業務内容はほとんど投資銀行と区別がつかなくなっている。投資銀行の業務の中でPEが手掛けていない業務を探すと、法人向けの融資（Corporate Lending）、調査分析（Research Analysis）、それにミューチュアル・ファンド（投資信託）だけである（注15）。

この結果、例えば、アポロの運用資産額の構成を見ると、2007年には70%以上がPE業務に関連した資産であったが、16年にはその割合は20%強にまで低下し、非PE業務に関連した資産が7割以上を占めている（Apoll Global Management, Form 10-K, 2017, Feb. 13）。

このように、PEは盛衰を経ながら多角化しつつ業務を拡大してきた。それを最も象徴的に表しているのが、PEトップの報酬の水準である。最も業績が好調であった2006年には、業界最大手のブラックストーンのCEO スティーブ・シュワルツマンの報酬は3億9,830万ドルであった。これは同社の30倍の従業員を抱え、最も成功していると認められるゴールドマン・サックスのCEOロイド・ブランクファインの報酬の実に9倍で、ゴールドマンのトップ5人の報酬を合わせた金額の2倍もの金額である。他方、業績が悪化した2008年と09年の報酬は基本給の35万ドルに止まった。2006年の報酬の1,000分の1である（注16）。浮き沈みの激しい業界であることが如実に示されている。

それにもかかわらずというべきか、その変化の激しさに惹かれてというべきか、主要なMBAコースの卒業生の就職希望先として、投資銀行は2008年と較べて40%以上減少する一方、大手PE会社への希望が強まっている(PE会社は従業員が少なく、そもそも採用人員が少ないため、就職できる確率は低い)。投資銀行から大手PE会社への転職も増加している。ハーバード・ビジネス・スクールのデータベース*Capital IQ*によると、ブラックストーンの専門スタッフで以前にゴールドマン・サックス(GS)、モルガン・スタンレー(MS)、あるいはその関連会社で勤務していた割合は18%で、KKRでは28%を占めている。逆に、以前、ブラックストーン、KKR、あるいはその関連会社に勤務し、現在、GSやMSで勤務しているのは1%以下に止まるという(注17)。時代の変化を感じさせる数字である。

■おわりに

私募市場は今や公開市場を凌ぐほど拡大している。そして、そこでの主要なプレーヤーはPEである。PEはかつての「LBOファーム」と呼ばれた時代から規模が拡大しただけではなく、手掛ける業務も投資銀行と変わらなくなっている。また、大手PEは公開会社となり、業務の透明性が高まっている。

この成長の過程は、金融システム危機を契機として採られた投資銀行に対する規制の強

化が背景にあるとはいえ、かつての投資銀行の歩みをなぞっているかのように見える。かつての投資銀行も引受主幹事である取引企業には資金提供に止まらず、経営面でのアドバイスの提供や人的な繋がりも含めて緊密な関係を築いていた。

PEは「LBOファーム」と呼ばれた時代から独自にキャッシュフローの予測、経営、資本再編計画などを提案し、資本の調達を行った。また、必要であれば、経営者も派遣した。

もちろん、今後どのような転変を辿るかは分からないが、PEが私募市場拡大の牽引者であり、大手金融機関に伍する存在感を持ち始めているのは間違いないであろう。

〔引用・参考文献〕

- ・佐賀卓雄 [2019]、「アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について」、『証券経済研究』第108号、12月
- ・渡邊考記、五十嵐公輔、稲場広記 [2018]、「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」、『日銀レビュー』、4月
- ・Bain & Company [2019], *Global Private Equity Report 2019*, Feb.
- ・Baker G.P. and Smith G.D. [1998], *The New Financial Capitalists - Korberg Kravis Roberts and the Creation Corporate Value*; 岩村 充監訳、日本債券信用銀行・金融技法研究会訳 [2000]、『レバレッジド・バイアウト—KKRと企業価値創造—』東洋経済新報社
- ・Carey D. and Morris J.E. [2010], *king of Capital: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*; 土方奈美訳 [2011]、『ブラックストーン』東洋経済新報社

- ・ CB Insights [2019], *Killing The I – Bank : The Disruption of Investment Banking*
- ・ *Economist* [2016], “Private Equity – The Barbarian Establishment”, Oct. 22
- ・ Griffiths n. [2019], “Private Equity Grow as Listed Companies Are only the Tip of the Iceberg”, *Firstlinks*, April 10
- ・ McKinsey & Company [2019], *Private Markets Come of Age*
- ・ US Government Accountability Office (GAO) [2008], *Private Equity : Recent Growth in Leveraged Buyouts Exposed Risks That Warrant Continued Attention*, Sep.
- ・ Tuch A.F. [2017], “The Remaking of Wall Street”, *Harvard Business Law Review*, Vol.7
- ・ Wilhelmus J. and Lee W. [2018], “Companies Rush to Go Private”, Milken Institute, Aug.
- ・ World Economic Forum [2015], *Alternative Investments 2000—The Future of Alternative Investments—*, Oct.

(注1) 以下の株式市場関連のデータは、CB Insights [2019] による。また、PE関連の資料は、*Economist* [2016]、Chart 2、を参照されたい。

(注2) 上場会社数の減少をめぐる資料およびそれらをめぐる議論については、佐賀 [2019] を参照されたい。

(注3) GSの業務内容の変化については、CB Insights [2019] を参照。

(注4) 以下は、Baker and Smith [1998]；岩村監訳 [2000]、第1章、による。PE業務のもう一つのパイオニア企業であるブラックストーンについては、Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011] を参照されたい。

(注5) 象徴的なのが、当時、史上最高額の買収といわれた1988年のRJRナビスコの買収である。KKRは総額310億ドルに達する買収資金の90%以上を劣

後ジャンク債で調達した。

(注6) Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011]、436ページ

(注7) Griffiths [2019]。*Economist* [2016] はこの短期志向を「四半期資本主義」(“quarterly capitalism”)と揶揄している。

(注8) Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011]、412ページ、McKinsey & Company [2019]、Exhibit 13。保有期間別では、6－8年以上が40%を占める2016年が最も長期になっている。

(注9) Wilhelmus and Lee [2018]、Fig.3

(注10) Wilhelmus and Lee [2018]、Fig.2。これは非上場会社も含んだFRBの統計である。上場会社の株式だけだと、機関投資家の保有比率は約70%である。

(注11) Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011]、436ページ。2008年金融システム危機前後のPEの動向についても、同書第24－26章を参照されたい。

(注12) Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011]、394－95ページ

(注13) Tuch [2017]

(注14) Tuch [2017]、Fig.4

(注15) Tuch [2017] のFig.1とFig.3を比較した。

(注16) Carey and Morris [2010]；土方訳 [2011]、367ページ、400ページ

(注17) Tuch [2017]、p.349

