

## 米国の高利回り債市場の現況

〈はじめに〉

一九九〇年のドレクセル社倒産以降、注目されることの少なかった米国の高利回り債市場であるが、最近になって再び関心を集めている。すなわち、一九八〇年代の高利回り債市場はいわゆるM&Aブームの中で、買収資金調達手段として注目されたが、現在はテレコム産業など成長産業の資金調達手段として注目されている。また、それにともなって高利回り債を運用対象とする投資信託への人気も回復し、これらの投信への資金流入も拡大を続けているといわれている。本稿では、八〇年代のM&Aブームの中での高利回り債市場と比較しつつ、最近の高利回り債市場の動向を紹介する。

(1)

〈八〇年代の高利回り債市場の成長要因〉

高利回り債の新規発行は、当初一九七七年初頭、リーマン・ブラザーズ社によって引受けられたが、その後同社はこの市場から撤退し、かわって周知のようにドレクセル社(Drexel Burnham Lambert)が高利回り債の中心的な引受証券会社となっていった。<sup>(2)</sup>そして、以降八〇年代の高利回り債市場は、ドレクセル社、とくにその債券ディーラーであるマイケル・ミルケンとともに語られることになる。

モルガン・スタンレー社のデータによると、高利回り債の新規発行額は、一九八二年までは年平均で約二八億ドル程度であり、公募普通社債全体に占める比率も四〜六％程度に過ぎなかった。ところが、一九八三年から急成長し、一九八五年には発行総額で一五〇億ドル、公募普通社債全体に占める比率も約一五％に至っている(表

1参照)。その後、ソロモン・ブラザーズ社の調査では、一九八六年三二億ドル(公募S Bに占める比率二一％)、八七年二八億ドル(同二三％)、八八年三三八億ドル(同二四％)、八九年(同二三％)、そしてドレクセル社が倒産した九〇年には、八〇億ドル(同一％)と落ち込むことになる(図1参照)。

このような高利回り債市場の急成長は、社債市場全体の拡大と軌を一にするものであるが、より直接的には、その背後にM&A関連の新規発行があったことが指摘される。フリードソンとワールのサーベイ<sup>(3)</sup>によると、一九八五年では約六二億ドル(約四五％)が買収やレバレッジド・バイアウト(以下、LBO)などに何らかの関連があるとしている。しかし、このうちで敵対的買収に使われた比率については、ドレクセル社の推計<sup>(4)</sup>では、一九八四年では高利回り債の二％弱であるとしている。また、W. T. グリム社の推計<sup>(5)</sup>では、同年の合併・買収市場の総額一二二億ドルのうち高利回り債による資金調達額はごくわずかであるという。

(2)

このように高利回り債はM&Aとともに注目されたが、敵対的買収に利用された比率はそれほど高くなかったと思われる。それにもかかわらず高利回り債が世間の批判を浴びたのは、八〇年代のM&Aブームで活発にな行われたLBOにそれが流用されたためであるが、このLBOに高利回り債がどの程度使われたかについては、ドレクセル社の推計<sup>(6)</sup>では、八四年発行分のうち約一六・七億ドル(一一％)であったとしている。また、W. T. グリム社の推計<sup>(7)</sup>では、同年の全LBO資金調達額の約一五％(M&A総額の約一・四％)を占めるものとしている。

これらの数字で見る限り、高利回り債が敵対的買収やLBOに使われた比率は決して高いとはいえないが、高利回り債が批判されたのは、その内容にあった。つまり、こういった方式による企業買収では、買収後に長期的な観点からの企業経営が行われず、短期的な利益だけが追求され、債務返済のための資産売却が行われることが

表1 米国における普通社債の新規発行（1978～1985）

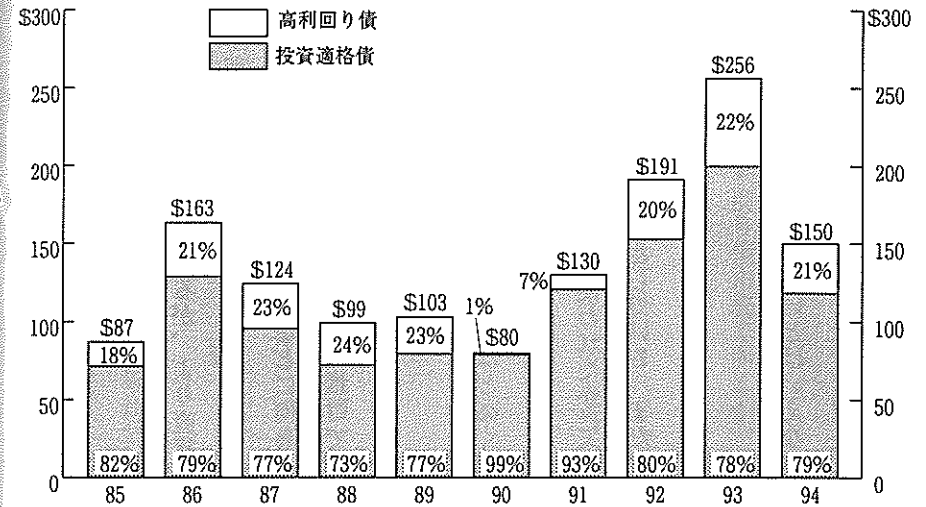
（単位：百万ドル）

年	(A) 新規発行の普通社債の総額面価値		(B) 新規発行の高利回り債の総額面価値		(B) / (A)
	金額	件数	金額	件数	%
1985	101.098	1.212	14.670	188	14.5
1984	99.416	721	14.952	124	15.8
1983	46.903	511	7.417	86	15.8
1982	47.798	513	2.798	48	5.9
1981	41.651	357	1.648	32	4.0
1980	37.272	398	1.442	43	3.9
1979	25.678	277	1.307	45	5.0
1978	22.416	287	1.493	52	6.7
計	423.536	4.284	45.757	618	10.8

（資料）メリルリンチ社

図1 米国における事業債発行量（1985～1994）

（単位：10億ドル）



（資料）ソロモン・ブラザーズ社

多く、それが非難されたのである。もちろん、このような批判に対しては、LBOによる買収は、とくに石油産  
業や繊維産業のように、新規設備投資が少なく、買収後の借入金返済原資の大きな成熟産業に多く、これによ  
て業界再編や遊休資産の再配置が行われ、経済全体の活性化につながるという反論もなされた。<sup>(9)</sup>しかし、一般的  
には、八〇年代の高利回り債については、M & Aに関連した側面が強調され、ハイテク・バイオ・エレクトロニ  
クスといった新分野の新興企業への資金調達という側面は看過されていたといえるだろう。<sup>(10)</sup>そして、実際M & A  
ブームが去り、一九八六年に始まる一連のインサイダー取引事件によって、一九九〇年ドレクセル社が破綻した  
ことによつて、<sup>(11)</sup>高利回り債市場は一気に縮小してしまうのである。いわば八〇年代の高利回り債市場は、ドレク  
セル社、とりわけ同社のマイケル・ミルケンの手腕に過度に依存した市場であり、同社破綻直後の市場の混乱と  
縮小は、この市場の脆弱さを露呈したものであった。

〈ドレクセル社破綻後の高利回り債市場〉

ドレクセル社倒産前後（一九八七年～九三年）の高利回り債発行状況については、スタンダード&プアーズ社  
刊行の『ボンド・ガイド』のデータをもとに集計した柴田武男氏による研究がある（表2参照）<sup>(12)</sup>が、それによる  
とドレクセル社が破綻した九〇年の高利回り債の発行は、無格付け債を含めると一四〇件（全銘柄に占める比率  
二九・二％）、二八三億ドル（同二八・三％）、さらに無格付け債を除くと二二件（同四・六％）、三〇億ドル  
（同三・〇％）となり、前年の一九七件、三六四億ドル（無格付け債を除くと一三五件、二五五億ドル）から大  
きく低下している。続く一九九一年は、起債市場全体が好調で、金額・件数ともに約五割の増加が見られたが、  
低格付け債では七件、三五億ドルの増加しか見られず、全銘柄に占める比率は、件数で九％、金額で七％低下し

表2 米園における格付け別発行件数および発行額

(単位：100万ドル)

	1987年			1988年			1989年			1990年		
	件数	比率 %	総発行金額	件数	比率 %	総発行金額	件数	比率 %	総発行金額	件数	比率 %	総発行金額
全銘柄	595	100.0	92,347.8	608	100.0	110,266.9	605	100.0	118,303.5	479	100.0	100,088.2
投資適格債	410	68.9	65,976.0	397	65.5	66,484.5	408	67.4	81,881.7	339	70.8	71,731.9
AAA	33	5.5	7,540.0	33	5.4	6,206.2	46	7.6	18,504.2	27	5.6	8,125.0
AA	141	23.7	24,568.0	107	17.6	19,720.0	119	19.7	20,502.9	88	18.4	20,577.9
A	138	23.2	19,840.0	158	26.0	24,880.0	158	26.1	28,460.0	150	31.3	28,395.0
BBB	98	16.5	14,036.0	99	16.3	15,678.3	85	14.0	14,414.6	74	15.4	14,634.0
低格付け債	185	31.1	26,371.8	211	34.7	43,882.4	197	32.5	36,421.8	140	29.2	28,356.3
B	22	3.7	2,520.0	18	3.0	3,947.5	20	3.0	4,531.0	6	3.1	1,770.0
B	99	16.6	15,489.0	113	18.6	23,004.0	102	16.9	19,741.3	15	1.3	1,238.5
CCC	28	4.7	3,775.8	28	4.6	5,655.4	13	2.1	1,234.5	1	0.2	40.0
CC	1	0.2	20.0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
NR	35	5.9	4,567.0	52	8.6	11,375.5	62	10.2	10,915.0	118	24.6	25,307.8

(5)

	1991年			1992年			1993年		
	件数	比率 %	総発行金額	件数	比率 %	総発行金額	件数	比率 %	総発行金額
全銘柄	727	100.0	149,179.8	1,155	100.0	222,708.6	1,414	100.0	270,241.7
投資適格債	580	79.8	117,344.3	835	72.3	160,110.5	970	68.6	188,525.9
AAA	35	4.8	9,515.0	47	4.1	14,000.0	32	2.3	9,100.0
AA	112	15.4	25,898.8	162	14.1	36,606.0	172	12.2	36,586.7
A	308	42.4	56,775.9	357	30.9	63,321.5	465	32.9	86,203.7
BBB	125	17.2	25,154.6	269	23.3	46,183.0	301	21.3	56,635.5
低格付け債	147	20.2	31,835.5	320	27.7	62,598.1	444	31.4	81,715.8
B	34	4.7	11,732.5	71	6.1	12,331.0	91	6.4	16,824.5
B	24	3.3	4,204.5	149	12.9	25,300.1	203	14.4	32,623.3
CCC	0	0.0	0.0	8	0.7	1,516.5	12	0.8	1,235.0
CC	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
NR	89	12.2	155,898.5	92	8.0	23,420.5	138	9.8	31,033.0

(出所) 柴田武男「ドレクセル社倒産後のジャンク・サブ市場」、『証券研究』第111巻、1995年1月。

ている。

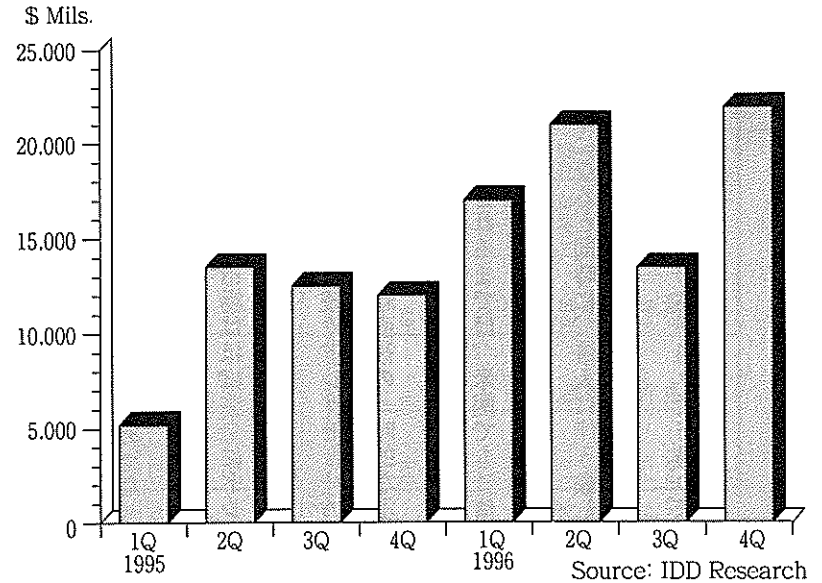
高利回り債市場が回復しはじめるのは、一九九二年からである。一九九二年は、依然起債市場全体が拡大したことによって、全銘柄で金額・件数ともに約五割の増加が見られたが、高利回り債は三三〇件、金額六二六億ドルとなり、起債市場全体の比率もそれぞれ二七・七%、二八・一%と前年に比べてともに七%ほど上昇している。そして、この年の数字は、過去最高であった一九八八年の二二・一件、四三九億ドルを大きく上回るものとなり、さらに一九九三年には四四四件、八一七億ドルとなり、全銘柄に占める比率も三〇%を超えるに至った。これによって高利回り債市場はほぼ完全にドレクセル社破綻の影響から脱したといえる。

前述のように八〇年代の高利回り債市場は、ドレクセル社の名前とともに、M&Aブームの「徒花」とみなされ、ブームの退潮とそれに続くドレクセル社の破綻ともに水泡に帰するかに思われたが、その後九〇年代にはいつも(ドレクセル社の破綻直後の一時的な混乱はあったものの)急速に発行額を増加させている。このことは、高利回り債市場が低格付け企業や成長企業の資金調達手段として定着したことを意味している。すなわち、高利回り債市場が形成されるまでは、米国でも社債市場で資金調達ができるのは数%の企業にすぎず、それ以外の企業は、私募債か銀行借入に依拠せざるを得なかった。それが、高利回り債市場の形成によって公募社債市場に参加できるようになると同時に、借入に伴う厳しい財務制限条項からもある程度解放されることとなったわけである。

以下、節を改めて最近の高利回り債市場の状況を発行会社、引受証券会社、投資家の面から見ていくことにしよう。

(6)

図2 最近の米国高利回り債発行状況 (1995~1996)



(出所) "INVESTMENT DEALERS' DIGEST" . JANUARY 13, 1997.

〈発行会社について〉

最近の高利回り債の発行状況は、図2の通りであるが、とくに今年の第一四半期には前年同期の一八四億ドルに対して、二五〇億ドルの起債があった。そして、これらの起債の中心となったのは、メディア・テレコム関連の発行体であり、金額ベースで約三〇%を占めたといわれる。例えば、インターメディア・コミュニケーションズ(三億ドル)、マクレオド(五億ドル)、アドバンスト・ラディオ・テレコム(二・三五億ドル)、TCIサテライト・エンターテインメント(三・五億ドル)、ネクスト・ウェーヴ・テレコム(四億ドル)などである。

ところで、最近のギルソンとワーナーの研究<sup>(3)</sup>によると、高利回り債発行のメリット、すなわち銀行融資を返済して高利回り債発行する要因は、資金の柔軟性にあるという。かれらは一九八〇年から一九九

二年までの期間に発行された一三七六件について調査した結果、そのうち約三〇%が主として銀行借入の返済に当てられていた。また、これらの発行体は年率平均四〇%の成長を示していたが、レバレッジが高く、起債前は時価総額の五六% (中央値、以下同じ) もの債務を抱え、そのうち銀行借入の占める比率は四〇・八%であったが、起債後は銀行借入金返済のために、一六・五% (同) に低下している。ただし、時価総額に占める債務残高は五八・二%に若干上昇し、またインタレスト・カバレッジ・レシオは一・六九から一・四五へと低下している。したがって、起債後は収益低下が予想しうるといえる。さらに、この研究では、SEC登録の二七社(三六銘柄)の銀行債務と高利回り債を比較した結果、返済期間については銀行借入が四・七年(同)に対し、高利回り債が一〇・〇年であり、担保付き債務については銀行借入が五〇・〇%に対し、高利回り債が一三・九%であった。さらに、金利については、銀行借入が一・五%に対し、高利回り債が一四・一%となっており、プライム・レートそれぞれ一・三%、三・五%上回るものとなっている。また、銀行借入はほとんどが借換え契約となっており、変動金利となっているが、約九割の高利回り債は固定金利である。したがって、金利だけをみると、高利回り債は銀行借入よりも割高となっていることが示唆されるが、他方銀行借入は契約面で起債よりも制約が強いことが明らかにされている。すなわち、この研究では契約条項を、営業活動、投資支出、資産処分、金融活動、財務比率など一一項目に分類して調査しているが、いずれの項目においても、銀行借入の制約の方が強く、高利回り債の方が柔軟であることを明らかにし、そしてこの柔軟性のために高利回り債の起債が選好されていると結論づけている。したがって、高利回り債の発行体は恒常的に銀行借入から資金調達をシフトさせず、やがて銀行借入に戻ってくる場合が多いことも明らかにしている。

〈引受証券会社について〉

ドレクセル社破綻前の引受シェアは、一九八七年三三・四%、一九八八年三二・八%、一九八九年二二・二%

となっており、かなりドレクセル社に集中し、またドレクセル社の高利回り債の引受業務が全体の八〇%を上回る状況にあったといわれている<sup>(14)</sup>が、最近の引受シェアは、一九九四年一位メリル・リンチ社(二六・九%)、二位ドナルドソン・ラフキン・ジェレット社(以下DLJ、一五・三%)、三位ソロモン・ブラザーズ社(二三・八%)となっていたが、一九九五年には一位DLJ社(二五・七%)、二位ゴールドマン・ザックス社(一五・一%)、三位メリル・リンチ社(一一・五%)、とわずかな差でDLJ社が首位となり、さらに一九九六年一位DLJ社(二五・九%)、二位メリル・リンチ社(一一・七%)、三位ゴールドマン・ザックス社(一一・〇%)と、DLJ社が二位以下にかなりの差をつけるにいたっている。DLJ社は投資適格債の引受シェアでは一四位(二・九%)に過ぎず、高利回り債引受に特化していることがうかがえる。しかし、この比率はかつてのドレクセル社のシェアには遠く及ばず、また投資適格債おける一位のメリル・リンチ社のシェア(二九・一%)、二位との差は八・八%)ほどではなく、かなり市場は競合しているといえる<sup>(15)</sup>。

そして、高利回り債の引受手数料(平均)については、一九九五年では二・三七一%であり、投資適格債の〇・三九八%、モーゲージ債の〇・三二九%、ABSの〇・三三〇%を大きく上回っており、一九九六年でも二・三〇六%とわずかに低下しているものの、投資適格債〇・四〇五%、モーゲージ債〇・四一一%、ABS〇・三〇七%を大きく上回っている。しかし、市場はより競争的になる傾向を示しており、今後手数料が全般的に圧縮される余地はあるとされているが、高利回り債の引受については専門性が高いためにその手数料率も安定的だといわれている<sup>(16)</sup>。

しかし、現在高利回り債業務には商業銀行をはじめ参入が相次いでいるため、多くの引受業者はこれに注力する傾向にあり、そこで高利回り債業務のスペシャリストの引き抜き合戦が演じられていることが報じられている。

なかでも、UBS、フューマシ・セルツ、ネーションズバンク、ナットウエストなどの外資系、さらにチェース、バンク・オブ・トラストなどが積極的であるといわれている<sup>(17)</sup>。また、地方の業者のなかにも注力する業者が出てきている。例えば、サンフランシスコを本拠とし、IPOに特化しているモンゴメリー証券(西海岸での普通株の引受では首位)は、高利回り債部門を設置し、この業務の拡大を図っている<sup>(18)</sup>。さらに、最近アメリカでは、大手地銀の社債引受参入が相次いでいるが、バンク・オブ・アメリカなども高利回り債の引受に参加することが報じられ<sup>(19)</sup>、また野村インターナショナルも高利回り債のトレーダーを引き抜いており、高利回り債業務は四つの収益部門のうちの一つに数えられているといわれている<sup>(20)</sup>。

#### 〈投資家について〉

高利回り債の投資家について、ソロモン・ブラザーズ社のデータによると、一九八九年末では保険会社三〇%、投資信託・投資顧問三〇%、年金基金一五%、外国投資家七%、貯蓄貸付組合六%、その他一二%となっていたが、一九九四年末では保険会社二九%、投資信託・投資顧問四三%、年金基金一五%、外国投資家・貯蓄貸付組合など一%、その他一二%となっており、保険会社および年金基金の比率はほとんどかわらないものの、投資信託の上昇と外国投資家・貯蓄貸付組合の低下が顕著である<sup>(21)</sup>。

まず、保険会社については、一九八〇年代を通して最大の投資家であったが、規制当局が徐々に保険会社の資産内容に対する関心を強め、BBB格を下回る格付けの債券に対して準備金を課すようになり、さらに一九九一年エグゼクティブ・ライフ社およびファースト・キャピタル・ホールディングス社が、非投資適格債へ投資を集中させたために摘発されるという事件があり、一時保険会社の高利回り債投資はかなり落ち込んだが、その後回

復している。

次に、投資信託であるが、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが一九八〇年代中盤に拡大し、その後変動はあるものの拡大している。これらの投資信託は個人資金を背景としているため、個人金融資産の増加に影響されるが、趨勢として個人金融資産は増加傾向にあるため、拡大が予想されている。また、高利回り債の流通価格は長期金利とともに需給要因や株価変動に左右される傾向が強いといわれるが、現在の株高の中で資金の流入が続く、やや相場過熱傾向が懸念されている。

第三に、年金基金についてであるが、年金基金の総資産は巨大であるものの、その運用は一般的に保守的であり、高利回り債に関して慎重な姿勢を示していた。とくに、一九八〇年代には高利回り債は買収資金調達手段とみなされ、さらに一九八九年から九〇年にかけて相場が急落したこともあって、高利回り債への投資に大きく影響した。その後、一九九一年に高利回り債の総収益がかってなく上昇したことによって、かなり見方は変化し、高利回り債投資へのシフトがみられたが、九〇年代にはいってそれほど投資は拡大していない。

最後に、その他の投資家についてみると、まず商業銀行や貯蓄貸付組合は現在の規制のもとでは高利回り債に投資をすることができない（従来相当なシェアを占めていた貯蓄貸付組合も保有する高利回り債の売却が義務づけられた）。また、個人ないし事業法人の投資は過去一貫して低位である。したがって、いわゆるヴァルチュア・ファンド (Vulture Funds・ハゲタカ・ファンド) が投資家としてあげられるが、これらのファンドはリミテッド・パートナーシップなどの組織であり、破綻ないし問題企業への投資を手がけ、高利回りを追求している。しかし、これらのファンドは問題企業の債券が額面に近すぎると投資を手控え、また場合によってはバランス・シートに問題のある健全な企業を選択して、その債務を軽減させるために株式に投資し、リストラをさせて

おり、必ずしも高利回り債市場の拡大要因になるかどうかは明らかではないといわれている。<sup>(2)</sup>

#### 〈まとめ〉

以上、最近の高利回り債市場の概況を紹介したが、日本でも適債基準の撤廃によって、低格付けの債券発行が制度的に可能となっている。それにもかかわらず、現在のところ国内公募普通社債ではこのような銘柄の起債はなされていない。この理由については、現下の低金利では調達金利の面で、このような起債よりも銀行借入の方が有利であることが指摘されている。しかし、本稿で紹介したギブソンとワナーの研究では、アメリカでも高利回り債の起債の方が調達コストが高いことを示唆して興味深い。もしこの研究結果が妥当ならば、日本で低格付けの起債がなされない理由を調達コスト以外の要因に求めなければならないが、これについての考察は別稿に期したい。

(松尾)

#### 〔注〕

(1) ここでは、格付け機関による格付けがBB格以下の低格付け債、いわゆるジャンク債を指すものとする。

(2) 一九七七年以前の低格付け債の新規発行は、大半が株式への転換請求権を付与されており、そのため発行は株式市場の動向に大きく影響されていたが、リーマン・ブラザーズ社は、転換請求権ではなく、高利回りを付与することによって、低格付け会社の社債発行を可能にしたといわれる（これについては、柴田武男「アメリカにおける起債市場の変貌」、『証券研究』、第八四巻、一九八八年一〇月、参照）。しかし、同社はこの分野に進出することによ

て、名門投資銀行としての評価が下がり、優良企業を顧客から逃すことを恐れたために撤退し、かわってドレクセル社が参入したといわれる(これについては、ロニー・ブルック著「ウォール街の乗取り屋」、東洋経済新報社、一九八九年、六四ページ、参照)。

- (3) Fridson, Martins, and Wahl, Fritz. "Plain Talk About Takeover". *High Performance*. Morgan Stanley & Co., Incorporated, New York, February 1986. 参照。ただし、このサーベイは、発行目論見書に買収目的であることが明記されているものと、八四年から八五年に起債者が買収を行ったものを取り上げており、実際に買収のために使われたものより過大なものとなっている。

- (4) U.S. Congressional Research Service. "The Role of High Yield Bonds [Junk Bonds] in Capital Markets and Corporate Takeover: Public Policy Implications". 1985. p. 24.

(5) *ibid.* p. 25.

(6) *ibid.* p. 26.

(7) *ibid.* p. 26.

- (8) 例えば、インバーストメント・バンカーのF. Rohatynは、次のように述べている、「資本市場における高利回り債による資金調達に積極的役割を認めることも、逆にその最近の拡大の合理性を疑問視することも、ともに可能である。……しかし、徐々にこれらの手段の利ような過度なものとなりつつある。……これらの債券は、その利子を払うために資産を売却していくような新手法の手による。……また、大企業が投機的な債務を返済するためだけに、従業員や地域社会や顧客にかまわず、玉ねぎのように簡単に切り刻まれてよいのか、政策上疑問である」(Rohatyn, F., "Junk Bonds and Other Securities Swill", *Wall Street Journal*, April 18, 1985)。

- (9) 例えば、ドレクセル社は、次のように述べている、「かつては企業の規模が経済的に価値のある企業買収を妨げてきた。そして、非生産的で保守的な経営を保護してきた。なぜなら、大企業の支配権を獲得するためには莫大な資金が必要であり、それに挑戦することは困難であった」(注4に同じ、二七頁)

- (10) ただし、ドレクセル社は、これらの新興企業が低く格付けされていることについて次のように批判している、「格付け機関は、企業規模、過去の業績、業界内での位置づけ、財務比率分析を常に強調してきた。しかし、経営能力や将来の見通し、そして一般株主に対する態度はさらに重要である。……低格付け企業は、業績見通しが改善してもなかなか格上げされないという経験をしている。つまり、「疑わしきは低く格付けよ」という強い警戒心のために、財務状態が改善しても低い格付けのままである。……中小企業や初めて格付けを取得する企業に比べて、周知性の高い企業は高く格付けされやす」(Drexel Burnham Lambert, "The Case for High Yield Bond". New York, 1985, p. 6)。また、拙稿「米国資本市場におけるジャンク・ボンドの成長要因」、『経済評論』一九八七年七月、は高利回り債が成長企業の資金調達手段となっている点を看過すべきでないことを主張している。

- (11) ドレクセル社の破綻については、佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランベール社」、『経営研究』、第四巻第三号、一九九〇年九月、および同「ドレクセル・バーナム・ランベール社の没落」(1)(2)、『商品先物市場』、一九九〇年五月、六月、参照。

- (12) 柴田武男「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」、『証券研究』、第一二二巻、一九九五年一月、参照。また、この研究ではジャンク・ボンドの範疇に格付けBB以下の債券と無格付けの債券を含め、さらに転換社債も含めてみる。

- (13) Gilson, Stuart and Jerold Warner. "Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility".

University of Rochester Working Paper, March 1995.

- (14) 前掲、柴田（一九九五年）、一八〇ページ、参照。
- (15) *Investment Dealers Digest*, January 8, 1996 及び January 13, 1997。
- (16) *Investment Dealers Digest*, February 17, 1997。
- (17) *Investment Dealers Digest*, June 24, 1996。
- (18) *Investment Dealers Digest*, November 11, 1996。
- (19) 『日経金融新聞』一九九七年三月二十八日。
- (20) *Investment Dealers Digest*, June 10, 1996。
- (21) 舟橋信夫「米国のハイ・イールド債市場の現状と展望」、『公社債月報』一九九五年六月、参照。
- (22) Fridson, Martin and Michael Cherry. "The Future of the High Yield Bond Business", in *The New High Yield Bond Market*, edited by J. Lederman and M. Sullivan. Chicago: Probus, 1993.