

米国債券発行市場の概況

松尾 順介

1 はじめに

近年日本の社債発行市場も拡大し、企業金融に占める位置づけを高めつつあるが、最近の一連のデフォルトによってトリプルB格の起債が事実上中断し、市場の厚みと広がりという点で未成熟であることを露呈している。その点、米国市場では多種多様な商品性のある社債が発行され、より成熟した市場を形成しており、現在も新たなイノベーションが展開されている。今回のレポートでは、財務省証券（国債）、政府機関債、地方債、社債についてその概況を紹介する（このほかに資産担保証券があるが、これについて今回は触れない）。

(1)

2 発行債券の種類

アメリカで発行される債券には、連邦政府による財務省証券（国債）、政府機関と政府関連機関による政府機関債、州・地方政府による地方債、企業による社債、非居住者による外国証券（ヤンキー債）などがある。

まず、財務省証券は、市場性証券と非市場性証券とに分けられ、まず市場性証券は、満期一年未満で割引発行される財務省短期証券（TB）、満期一〜一〇年の利付債である財務省中期債（T-note）、満期一〇年超の利付債である財務省長期債（T-bond）、および一九九七年から発行されたインフレ連動債（Treasury inflation-indexed note）がある。また、非市場性証券は、地方公共団体向け債券、外国政府向け債券、政

表1 財務省証券・政府機関債発行額（純増）

年	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
(貯蓄債券を除く) 財務省証券	194.3	220.5	202.1	134.6	129.2	136.6	230.5	280.1	284.6	233.7	147.7	137.9	144.6
政府機関債	30.3	20.6	15.6	31.7	62.3	26.8	25.3	-4.6	40.5	88.4	177.1	107.4	88.8

(注) 政府機関債は、オン・バジェット機関とオフ・バジェット機関の両方を含む。
[出所] FRB, Flow of Funds.

表2 地方債新規発行額

発行主体	発行証券	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
州・地方政府・特別区 ・公共機関・市・郡・ 町・学区	一般財源債	55,100	78,611	90,599	54,404	56,980	60,409
	レバニユー債	99,302	136,580	189,346	99,546	88,677	110,813
	計	154,402	215,191	279,945	153,950	145,657	171,222

[出所] FRB, Federal Reserve Bulletin, October 1994.

(2)

表3 社債・モーゲージ/アセット・バック債・ヤンキー債新規発行額 (1)

年	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
普通社債(投資適格)(2)	94.6	107.1	109.1	196.0	281.1	386.2	342.5	336.8	424.8
ジャンク債(低格付債)	27.8	25.3	0.5	10.0	38.2	54.5	31.8	24.8	68.4
転換社債	3.1	5.5	4.8	7.5	7.0	9.3	4.7	5.4	8.4
モーゲージ・バック債	97.9	115.0	133.9	250.2	376.7	415.2	177.4	47.4	94.7
アセット・バック債	15.9	23.4	40.1	50.1	50.9	59.4	75.2	107.1	154.0
ヤンキー債	8.5	8.6	13.4	33.8	44.3	58.9	46.4	44.8	90.4

(注) (1) 私募、残額引受発行を含まない。
(2) 有税地方債、中期ノートを含む。
[出所] Investment Dealers' Digest, 各号。

表4 財務省証券

(単位:100万ドル)

財政年度 および月	利付公債合計 (1)	市場性証券						非市場性証券 合計 (8)
		計 (2)	TB (3)	T-note (4)	T-bond (5)	インフレ 運動債 (6)	連邦金融 銀行 (7)	
1992年度	4,061.801	2,677.476	634.287	1,566.349	461.840	-	15.000	1,384.325
1993年度	4,408.567	2,904.910	658.381	1,734.161	497.367	-	15.000	1,503.657
1994年度	4,689.524	3,091.602	697.295	1,867.507	511.800	-	15.000	1,597.922
1995年度	4,950.644	3,260.447	742.462	1,980.343	522.643	-	15.000	1,690.197
1996年度	5,220.790	3,418.371	761.232	2,098.670	543.469	-	15.000	1,802.419
1996. 6月	5,126.748	3,348.433	773.612	2,025.761	534.061	-	15.000	1,778.315
7月	5,184.908	3,411.190	789.809	2,072.321	534.060	-	15.000	1,773.718
8月	5,173.734	3,395.960	781.044	2,056.447	543.469	-	15.000	1,777.774
9月	5,220.790	3,418.371	761.232	2,098.670	543.469	-	15.000	1,802.419
10月	5,243.339	3,431.060	763.392	2,109.198	543.469	-	15.000	1,812.280
11月	5,263.423	3,444.643	802.272	2,072.410	554.962	-	15.000	1,818.780
12月	5,317.188	3,459.691	777.414	2,112.315	554.962	-	15.000	1,857.497
1997. 1月	5,308.048	3,441.468	762.591	2,108.916	554.961	-	15.000	1,866.579
2月	5,344.143	3,477.535	762.198	2,127.559	565.417	7.361	15.000	1,866.608
3月	5,375.139	3,504.361	785.558	2,131.003	565.416	7.383	15.000	1,870.778
4月	5,348.249	3,464.512	741.401	2,126.823	565.416	15.872	15.000	1,883.737
5月	5,308.468	3,415.897	719.679	2,099.890	565.416	15.912	15.000	1,892.570
6月	5,370.459	3,433.058	704.135	2,132.574	565.416	15.933	15.000	1,937.401

(出所) "Monthly Statement of the Public Debt of the United States"

3 財務省証券

市場性証券の売出は、入札方式によって行われるが、入札には機関投資家対象の競争入札方式と小口投資家対象の非競争入札方式がある。財務省はあらかじめ非競争入札者に割当をした上で(ただし、一入札者につき一〇〇万ドルが上限である)、その残余分を競争入札者に入札させ、入札回りの低いものから落札していく。そして、この入札回りの加重平均値を基準に平均発行価格が決められ、非競争入札者はこの価格で購入することになった。しかし、一九九一年に発覚したソロン・ブラザース社の不正入札事件を契機として、九二年九月から単一価格方式が期間二年および五年の財務省証券について試験的に導入され、現在に至っている。

また、入札については、応募額の五%(TBは二%)の保証金を積み、最低応募額(TBは一万ドル以上五千ドル単位、三年以下のT-note

府機関向け債券、貯蓄債券に分けられる。

次に、政府機関債は、政府機関および政府関連機関によって発行される債券であるが、これら機関として、連邦住宅抵当金庫、連邦住宅貸付銀行、農業信用銀行などがあり、主として住宅建設、農業・貿易振興、高等教育援助などの資金を供給する機関である。これら債券は、短期割引債と長期債であり、多くは政府ないし財務省の保証がつくため、信用度は高い。

第三に、州・地方債は、州政府および郡・市・公共団体などによって発行される債券であるが、その銘柄数は一〇〇万といわれるほどに膨大であり、多くは二五〇〇万ドル以下の小口発行である。税金をもって元利払いに充てる一般財源債と、債券発行によって調達された資金で設備を建設ないし取得し、その設備の運営収入によって元利払いがなされる特定財源債(レベニュー・ボンド)とに大別される。

第四に、社債は主として普通社債、転換社債、ワラント債に大別されるが、さらに利益の上がった時に利子を支払う収益社債もある。また、担保の有無によっては担保付社債と無担保社債に区別され、弁済順位によっては上位債と劣後債にも区別される。さらに、格付によっては投資適格債と低格付ないし無格付のジャンク債とに区別されることもある。

最後に、ヤンキー債は、米国で発行されるドル建債券であるが、発行体としてはカナダおよび国際機関が主流である。また、公募と私募に大別されるが、一九九〇年の規則一四四A採用以降、私募ヤンキー債が増加している。

以下、節を改めて順次紹介する。

は五千ドル単位、三年超のT-noteおよびT-bondは千ドル単位)を上回れば参加可能であるが、ディーラーを介するのが通常であり、ディーラーを介さず入札に参加するのはディーラー資格を得るための実績作りなど特別な場合がほとんどである。そして、入札の受付は、財務省と一二の連邦準備銀行で行われるが、大口の落札を行うプライマリー・ディーラーと取引のあるニューヨーク連銀に入札は集中している。

TBは、三ヶ月(九一日)、六ヶ月(二八二日)、五二週(三六四日)の三種類が定期的に入札されており、三ヶ月および六ヶ月ものは毎火曜日に公示、翌月曜日に入札、木曜日に発行され、五二週ものは四週ごとの金曜日に公示、翌木曜日に入札され、続く木曜日に発行される。また、T-noteは、二年債が通常月末近くに毎月入札され、月の最終営業日に払い込みされる。三年債は二月、五月、八月および十一月に発行され、五年債は二年債とほぼ同時期に公示される。一〇年債は年六回発行され、そのうち四回は三年債と同じサイクルで発行される。

最近の落札額は、一回あたり、三ヶ月、六ヶ月もので一〇〇億から一五〇ドル程度、五二週もので二〇〇億ドル程度、二〜五年ものについてはばらつきがあるが、一〇〇億ドルから二〇〇億ドルの間である。

その他、財務省は一時的な資金不足の際、キャッシュ・マネジメント・ビルを発行している。この償還期間は、数日から六ヶ月に設定されている。落札額は一〇〇億ドルから三〇〇億ドル程度までさまざまである。

以上、財務省証券のうち最近注目されるのはインフレ連動債である。次節でこれを紹介する。

4 インフレ連動債

インフレ連動債は一九九七年から発行されており、その特徴はインフレによる資産価値の減少をヘッジできる点である。現在発行されているインフレ連動債の主なスキームは、①一〇年満期、②表面利率は発行時の入札で決定され、インフレ率によって修正された元本金額に対して支払われる、③元本は当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなり、インデックス比率はその時々々のレファレンスCPIを発行時のレファレンスCPI除して計算される、ただし、満期時の元本が発行額面より小さくなることはない、④レファレンスCPIは三ヶ月前のCPI-Uベースの消費者物価指数である、⑤入札は利率で入札する単一価格方式で行われる、⑥ストリップ可能であるが、ただし別の国債からストリップされたクーポン部分と合成することはできない、⑦税制上利息と元本の修正分は当期の所得とされ、ストリップされた部分は所得が償還日まで定額法により増額していく方法で扱われている。

また、インフレ連動債が導入された背景として、次の点が指摘されている。⁽¹⁾まず、債券のインフレ・プレミアムを減少させる効果が期待される点である。つまり、インフレ傾向にあるとき、新発債の利回りは期待インフレ率を織り込んだものとなるが、インフレ連動債の場合は市場のインフレ率の変動に応じて想定元本が上昇するため、投資家はインフレ・リスクを回避される。したがって、発行体である連邦政府は、投資家から要求されていたインフレ・プレミアムの上乘せされていない水準の利回りで資金調達ができ、国債費の軽減につながる。これが期待される点である。第二に、米国債の国内消化を拡充するねらいがある点である。一九九七年六月時点での民間保有の米国債のうち海外保有比率は三六・九%に達しており、このことは米国債に対する資金流入が金利の不安定要因になりうることを、とくに資金流出によって金利上昇がひきおこされかねないことを意味している。そのため、最近拡大している四〇一Kプラン参加者などの資金を米国債に流入させ、国内消化を拡大するねらいがある点である。すでに、イギリスでは、この種のインフレ連動債が四五八億ドル(債券市場の八・五%)に達

し、年金基金や保険会社の長期ポートフォリオをインフレ・リスクから保護する役割を果たしているといわれている。

ただし、米国でインフレ連動債が広く受容されるには、①使用されるインフレ指標の信頼性を高めること、②マーケットの流動性を高めること、③元本の変動に対する税制上の取り扱い、といった課題があることが指摘されている。⁽²⁾

(1) 山崎昌義「米国債券市場」(モルガン・スタンレー社編「債券投資とリスク管理(仮題)」、金融財政事情研究会、近刊、所収 七〇八ページ、参照)。

(2) モルガン・スタンレー社「プロダクト・ノート(インフレ連動債)」、一九九七年一月、二二―二三ページ、参照。

また、詳しくは、Government Securities Clearing Corporation、"Participant Testing for Treasury Inflation Index Securities," December 13, 1996 参照。

(7)

5 国債入札方式(単一価格方式)

ソロモン事件を契機に導入された、単一価格方式による国債の競争入札は、発行予定総額から非競争入札分を差し引いた額に対して、競争入札を行なうわけであるが、その際の落札価格の決定に特徴がある。すなわち、複数価格方式でなされるように高い入札価格から落札されるのではないことは当然であるが、また入札後の平均入札価格をもって落札価格とするのではなく、落札のストップ・レートをもって落札価格とするのである。つまり、入札価格の高いものから順次落札していくのであるが、落札価格はすべて均一に、最安値で落札された価格に決定されるのである。この方式の利点は、すべての落札者が同一の価格で購入できることであるが、他方難点とし

ては、入札者ができるだけ自らの落札を確実にするために高い入札価格で応札する傾向が生じる点が指摘されている。市場実勢より高い価格で応札しても、落札価格はストップ・レートで決まることから、入札全体が市場実勢より高くなり、落札価格発表後にマーケットを変動させる要因になるわけである。

この単一価格方式は、前述のように、ソロモン事件を契機として導入されたわけであるが、しかしかならずしもそれに対する十分な対策ではない。むしろ、入札コストの引き下げという課題がかねてより当局サイドにあり、そのひとつの施策としてこのような入札方式の変更がなされたという面が強い。したがって、ソロモン・ブラザース社の不正入札に対する直接的な対策は、次の三点である。まず、入札に際して、単一のプライマリー・ディーラーが、単一の入札価格で応札できる上限額を三五%と決められたことである。次に、入札参加者全員に対して、当該入札債券のネットの買い越し残高が二〇億ドルを越える

(8)

場合には、財務省に事前報告しなければならないと決められたことである。さらに、プライマリー・ディーラーが入札の結果、五〇〇億ドル以上落札した場合、それが顧客の注文であることを確認すべく、顧客がサインした確認書の提出が義務付けられたことである。以上の措置によって、ソロモン事件でみられた、債券の供給制限や顧客名義の無断使用は回避されるものとされている。

6 政府機関債

政府機関債は、全額政府出資の連邦政府機関(Federal Agencies)の発行するものと民間資本が導入されている連邦政府関連機関(Federal Sponsored Agencies)の発行するものがある。

まず、連邦政府機関には、国防省をはじめ、輸出入銀行、連邦住宅局、政府抵当金庫(GNMA:ジニーメイ)、

郵便公社、TVA、合衆国鉄道事業団などがあるが、これらは一部を除いて連邦政府予算に計上される、オン・パジョット機関である。これらの政府機関債はSECのレギュレーションが免除され、TVAなどの例外はあるものの合衆国政府によって完全に保証されている。

次に、政府関連機関には、連邦住宅貸付銀行(FHLB)、連邦住宅貸付抵当公社(FHLMC・フレディ・マック)、連邦全国抵当金庫(FNMA・ファニーメイ)、農業信用銀行、学生奨学資金金庫(SLMA・サリ・メイ)などがあり、これらは連邦予算に計上されない、オフ・パジョット機関である。これらは、農業信用金融援助公社を除いて、政府の保証付ではないため、信用リスクはあるが、政府機関の監督をうけ、人事権も政府にあるため、政府機関に比肩する信用力をもっている。

この連邦政府(関連)機関では、とくに住宅関連の機関の存在が注目される。これらは住宅関連のモーゲージ・ローンの保証・買取業務を通じて、アメリカでの証券化推進の一翼を担った。政府機関である連邦住宅局は、モーゲージ・ローンの保証・保険業務を行ない、政府抵当金庫は主としてモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、政府関連機関のFHLMCとFNMAは、モーゲージ・ローンの買取業務およびモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、連邦金融銀行(Federal Financing Bank)は、他の政府機関の発行・販売・保証した債務を売買するため、一九七四年から業務を開始している。

政府機関債の発行方法は、発行体が財務代行機関と契約し、これが発行機関の承認のもとに、発行価格や利率などの発行条件を決定したうえで、証券ディーラーや商業銀行からなる販売グループを通じて債券を売り捌くという形で主として発行される。その際、販売グループのメンバーは、一定の割当額を販売し、証券分売手数料を受け取る。また、発行機関によっては、引受シンジケートを利用して発行する場合もある。証券ディーラーが、

表5 連邦政府(関連)機関債務残高

(単位 100万ドル)

機 関 名	政府関連機関									
	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年			
国防省	7	7	7	6	6	6	6			
輸出入銀行	11,376	9,809	7,208	5,315	3,455	2,050	1,447			
連邦住宅局	393	397	374	255	116	97	84			
政府抵当金庫 (GNMA)	0	0	0	0	0	0	0			
郵便公社 (1)	6,948	8,421	10,660	9,732	8,073	5,765	0			
TVA	23,435	22,401	23,580	29,885	27,536	29,429	27,853			
合衆国鉄道事業団 (1)	0	0	0	0	0	0	0			
計	42,159	41,036	41,829	45,193	39,186	37,347	29,380			
政府関連機関										
機 関 名	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年			
連邦住宅貸付銀行 (FHLB)	117,895	107,543	114,733	139,512	205,817	243,194	263,404			
連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC)	30,941	30,262	29,631	49,993	93,279	119,961	156,980			
連邦全国抵当金庫 (FNMA)	123,403	133,937	166,300	201,112	257,230	299,174	331,270			
農業信用銀行	53,590	52,199	51,910	53,123	53,175	57,379	60,053			
学生奨学資金金庫 (SLMA)	34,194	38,319	39,650	39,784	20,335	47,529	11,763			
連邦金融公社	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170	8,170			
農業信用金融援助公社	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261			
その他	23,055	29,996	29,996	29,996	29,996	29,996	29,996			
計	392,509	401,687	442,141	525,518	699,742	807,264	896,443			
連邦金融銀行	434,668	442,722	483,970	570,711	738,928	844,611	925,823			
計	179,083	185,576	154,994	128,187	103,817	78,661	58,172			

(単位：100万ドル)

表6 地方債（長期）発行額

	競争入札による レベニュー債	協議引受による レベニュー債	レベニュー債 合計	競争入札による 一般財源債	協議引受による 一般財源債	一般財源債 合計	地方債 合計
1980	5.8	23.8	29.6	10.4	1.3	11.7	41.3
1981	4.1	25.8	29.9	9.5	1.2	10.7	40.6
1982	5.4	48.0	53.4	14.2	2.9	17.1	70.5
1983	6.2	54.5	60.7	11.4	4.8	16.2	76.9
1984	5.9	69.5	75.4	12.6	7.1	19.7	95.1
1985	10.2	150.8	161.0	17.6	22.8	40.4	201.4
1986	10.0	92.6	102.6	23.1	22.6	45.7	148.3
1987	7.1	64.4	71.5	16.3	14.2	30.5	102.0
1988	7.6	78.1	85.7	19.2	12.7	31.9	117.6
1989	9.2	75.8	85.0	20.7	17.2	37.9	122.9
1990	7.6	78.4	86.0	22.7	17.5	40.2	126.2
1991	11.0	102.1	113.1	29.8	28.1	57.9	171.0
1992	12.5	139.0	151.6	32.5	49.0	81.5	233.1
1993	20.0	175.6	195.6	35.6	56.7	92.3	287.9
1994	15.0	89.2	104.2	34.5	23.2	57.7	161.9
1995	13.5	81.7	95.2	27.6	32.2	59.8	155.0
1996	15.6	100.1	115.7	31.3	33.2	64.5	180.2

(注) 課税債券および13ヶ月以内の償還期間の債券は除く。また1986年までは500万ドル以下の発行も除く。

(出所) セキュリティーズ・データ社

シンジケートを組成し、発行機関から全発行額を買
い取り、引受リスクを負担する。

最近の政府機関債の大半は長短のコール・オプション付きあるいは変動利付きで発行されている。これは、例えばFHLBの貸し付けは変動金利であり、コーラブル債の発行による調達資金を変動金利にスワップし、資金調達コストの目標を達成しているといわれる。

7 地方債

地方債には、州政府が発行する州債 (state bonds) と、市町村などの自治体が発行する自治体債 (municipal bonds) があるが、地方政府の行政機能を補完する目的で設置されている特別区や公共機関も債券を発行している。約三七〇〇もの州、郡、市、学区、特別区などが地方債を発行しているといわれている。

地方債の特徴は、利子所得が連邦所得税の課税対

象とはならない上、さらに州、地方政府の免税措置を受けている場合も多く、免税債券 (tax-exempted bonds) と呼ばれている。この免税措置のために、地方債は個人 (家計およびミューチュアル・ファンド)、損害保険会社、商業銀行の投資対象となってきたと同時に、発行体にとっても低利回り発行が可能であり、公害防止債券なども発行されてきた。

地方債は、一般財源債 (general obligation bonds) と特定財源債 (revenue bonds) とに分かれ、一般財源債は、償還財源として税収が充当され、発行体はその元利払いの責任を負っている。他方、特定財源債は、債券発行による調達資金で、何らかのプロジェクトないし事業を起こし、それらの運営収入によって元利払いを行なうものである。これらの事業としては、先の公害防止のほか、空港、港湾、有料道路、大学、病院、スポーツセンター、会議場、下水設備、産業開発、資源開発、学生ローンなど種々多様である。また、一般財源債とレベニュー債の性格を合わせものも発行されている。

地方債の発行は、競争入札によるものと協議引受によるものとがあり、どちらを利用するかは、州法などによるところが大きい。一般的に、レベニュー債はそのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため協議引受が適しているといわれ、現在ほとんどのレベニュー債は協議引受によって発行されている。また、レベニュー債の発行に際して、その募集のための引受業者を選定する力のある政治家は、自らが選定した引受業者に対して積極的に政治資金を求めるといわれている。

また、地方債の最低券面単位は五〇〇〇ドルから五〇〇万ドルと幅広く、満期も一ヶ月から四〇年までと多岐に分かれているが、その免税措置のために最大の投資家は個人であり、満期まで保有される場合が多く、そのため流通市場は小さいといわれている。

米国では、社債の発行市場は早くから発達しており、企業金融において銀行融資よりも社債発行に依存する比重が高い場合が多く、間接金融優位であった日本とは事情が大きく異なる。このように社債の発行市場が広がりをもっている理由は、第一に企業の社債発行が原則的に自由であり、社債発行による負債総額が法的に規制されないことがあげられる（ただし、商業銀行や公益事業などは除く）。つまり、日本の適債基準のような起債市場への参入制限が存在しなかったことが社債市場の発展を促した。次に、信用リスクを客観的に表示する格付け機関が早くから定着し、格付けに基づく条件設定がなされたことも重要である。第三に、米国では銀行の格付けは必ずしも事業会社よりも高くないため、銀行にとって高格付け会社への融資は利ざやを確保しにくいという点も指摘できる。第四に、機関投資家の投資行動が長期債保有に適合していたこともあげられる⁽³⁾。そして、これらの条件のもとに、多種多様な社債が発行されてきたのである。普通社債、転換社債、ワラント社債のほか、強制転換社債、インデックス債、利益参加社債、永久債、銘柄統合債、ゼロ・クーポン債、さらにMTNなどがあり、普通社債でも一九七〇年代後半以降は、ジャンク債（または高利回り債）の市場が拡大している。さらに、一九八〇年代半ば以降はモーゲージ証券を中心とする資産担保証券など、証券化関連商品も急増している。また、社債の満期についても、五〜一五年の中期物をはじめ、二五〜三〇年の長期物、短期のコマーシャル・ペーパーまで、様々な期間設定がされている。最近では、償還期間が一〇〇年のセンチュリー・ボンドも発行され話題を呼んだ。そして、発行方法も規則四一五による一括登録制の導入によって機動性が高まったが、さらに最近ではMTNプログラムによっていっそう柔軟なものとなっている。

発行会社は、引受業者との協議の上で、社債の発行総額や発行条件の決定を行う。その際、引受人となる証券

業者は、発行会社の発行開示内容についても責任をもっているため、「適切な調査」(due diligence) を行う必要がある。受託会社は、信託証書法にもとづいて発行会社と受託契約を締結し、社債の元利払いに関して種々の義務と責任を負う。ただし、発行条件等の決定に際して受託会社（銀行）は関与せず、両者の協議のみで決定されるといわれている。規制当局であるSECは、公募発行の場合、登録届出書が提出されているかどうかを確認するが、審査は抽出審査であり、すべての案件が審査されるとは限らない。格付機関による格付は、必ず取得されるとは限らないが、公募発行では格付を取得して発行するのが一般的であり、高格付を取得することによって、低資金コスト（低利回り）の資金調達が可能となる。また、規制等によって投資適格債（BBB以上）にしか投資できない場合もあり、格付は重要な投資指標である。投資家としては、生命保険会社が圧倒的であり、私的年金、公的年金、ミューチュアル・ファンド、銀行等がこれに続いている。

(3) この点については、テッド・リー「米国の公社債市場」(公社債引受協会編「公社債市場の新展開」、東洋経済新報社、一九九六年、第一章、所収)一四六ページ、参照。

9 公募と私募

社債募集の形態は、公募と私募に大別されるが、公募発行の場合、一九三三年証券法が適用され、発行会社は発行に先立って、SECに登録届出書を提出する義務を課されている。この届出書では、会社の財務内容や経営陣について真実かつ完全なディスクロージャーがなされねばならず、また投資家に対しても登録届出書に準じた目論見書の交付が義務付けられている。なお、SECは一九八二年に一括登録制（規則四一五）の導入を決定した。この制度のもとでは、二年以内に発行される金額などをあらかじめSECに登録しておけば、その枠内で機

表7 ルール144Aによる私募証券

	金額 (100万ドル)		件数	
	債券	株式	債券	株式
1990	3.5	1.4	28	17
1991	17.0	3.3	332	51
1992	34.5	5.5	639	56
1993	82.2	9.0	1,355	74
1994	57.4	8.4	934	118
1995	64.3	6.9	874	97
1996	109.2	23.4	1,265	191

(出所) セキュリティーズ・データ社

動的な発行ができ、発行手続きの大幅な簡略化が可能となった。しかし、現在ではMTNプログラムがよりいっそう機動的な発行を可能にし、投資適格債のうち大きな割合を占めるに至っている。

他方、私募発行の場合、発行会社および発行証券について十分な情報を収集する能力をもつ、特定少数の投資家に限定して募集が行われるため、発行会社は登録届出書や目論見書による開示が免除される。すなわち、私募とは「発行による公募を含まない取引」(三三三証券法第四条(2)項)と定義されていたが、その内容は不明瞭であり、事前にSECにコンタクトしてノー・アクションレターを得てから私募発行を行っていた。また、SECも私募規定の明確化に努め、一九八二年にはレギュレーションDが施行されている。そこには、私募証券の販売対象となる機関投資家の果たすべき要件や人数、投資家への情報提供、一般的勧誘の禁止、転売禁止、およびSECへの販売届出書提出などについての規定がある。

(15)

しかし、私募市場では、一九八〇年代から、機関化現象の進展、ユーロ市場との競争激化、そして私募市場自体の拡大を背景として、より柔軟な取引の可能な制度改革を望む声が高まり、結果的にSECは一九九〇年四月、規則一四四Aを正式に発表、施行した。これは、一定の機関投資家(証券投資額一億ドル以上などの要件を満たす「適格購入者」)に対し、登録義務や証券保有期間の制約なしに自由に私募証券を売買させようとするものである(ただし、転売者は、購入者に対し自らがルールにしたがって売却を進めていることを知らせる義務があり、

通常転売者は購入者から適格機関投資家の資格証明を取得する)。そして、この制度改革によって、ユーロ市場などに流出していた外国発行体の米国市場での資金調達促進された。市場規模は一九九七年上半期一四六二億ドルと過去最高であり、その内訳は金融機関765億ドル(五二%)、一般企業六〇四億ドル(四一%)、その他は電力などの公益事業であり、また高利回りでの発行が増加している。

10 引受機構

もともと引受とは、募集の取扱を行うと同時に売れ残り分を引き取る残額引受(stand-by)であったが、アメリカの投資銀行の資力・信用力の高まりにつれて、最初から発行額の全額を買い取る、買取引受(straight underwriting) または総額引受が行なわれるようになっていった。この両者をあわせて確約引受(firm commitment underwriting)と呼んでいるが、通常引受という場合は、販売に最善を尽くすが、売れ残り分の引き取りは行なわない、取扱引受(best-efforts underwriting)をこれに加えている。一九三三年証券法における引受人の定義は、a. 証券の分売を目的として発行者から証券を購入した者、b. 同目的に関連して発行者のために売付申込みもしくは売付を行なう者、c. これらの行為に直接もしくは間接に参加あるいは関与する者、となっている。

引受額が大きい場合、引受リスクを分散するため、引受シンジケートが組まれる。引受シンジケートは、発行会社との間の引受契約と引受業者間の引受業者間契約とで構成されるが、発行額が大きいときなどは、引受幹事は複数となり、主幹事と共同幹事とにわかれる。また、シンジケートのなかには、売捌きのみ協力する、セリング・グループがある。買取引受の場合、発行会社に対して前払いされた社債の買取価格と投資家に売却する売出

(16)

表8 投資適格債引受シェア

1996年

順位	主幹事	金額 (100万ドル)	シェア	件数	手数料 平均(%)
1	Goldman Sachs	174.5	16.1	219	0.506
2	Merrill Lynch	167	15.4	321	0.317
3	Salomon Brothers	121.7	11.2	217	0.334
4	Morgan Stanley	115.7	10.6	135	0.522
5	Lehman Brothers	100.9	9.3	246	0.365
6	J. P. Morgan	96.6	8.9	159	0.467
7	Credit Suisse First Boston	76.6	7	152	0.388
8	Smith Barney	36.3	3.3	61	0.487
9	NationsBank	23.7	2.2	84	0.377
10	UBS	22.3	2.1	32	0.443
11	Bear Stearns	21.8	2	32	0.525
12	Deutsche Morgan Grenfell	21.6	2	45	0.408
13	First Tennessee Bank	20	1.8	206	0.23
14	Chase Manhattan	10.5	1	38	0.526
15	Donaldson Lufkin & Jenrette	10.2	0.9	10	0.563
上位15社		1,019.50	94	1,957	0.400
総計		1,088.40	100	2,169	0.405

(注) モーゲージ・バックおよびアセット・バック、転換社債、ジャンク債を除く。

(出所) Investment Dealers' Digest.

価格との差が粗引受スプレッドと呼ばれ、そこから幹事・引受・分売手数料が支払われる。

ところで、一九八二年の規則四一五によって、一括登録制が導入されたことを契機に、シンジケート団を組成しない、ポート・デイル(一括購入)方式が盛んに行なわれている。これは、ユーロ市場で行なわれていたもので、一社で全額を発行会社から買取り、投資家ないし他の証券業者に販売するものである。また、この方式が普及した背景として、機関化の進展とともに、国債利回りをベンチマークとし、格付けを基準としたスプレッドをこれに上乗せする、整合的な社債流通市場があったことがあげられる。そして、この方式が普及したことによる変化

表9 MTNプログラム

(100万ドル)

	総発行額	うち米国発行体の 総発行額	米国内の 発行額	うち米国発行体の 国内発行額
1980	0.2	0.2	0.2	0.2
1981	0.8	0.8	0.8	0.8
1982	7.2	7.2	7.2	7.2
1983	6.5	6.5	6.5	6.5
1984	12.9	12.9	12.9	12.9
1985	18.0	17.8	18.0	17.8
1986	40.2	37.3	37.5	36.8
1987	54.0	47.6	45.4	41.9
1988	92.2	80.1	74.6	69.6
1989	136.6	125.6	120.1	115.3
1990	122.7	102.6	92.6	86.0
1991	205.7	153.3	133.9	124.1
1992	281.9	192.1	145.3	138.7
1993	430.3	272.6	180.8	167.4
1994	549.2	315.1	185.6	177.2
1995	663.2	429.7	330.3	325.2
1996	616.3	303.6	198.3	187.0

(出所) セキュリティーズ・データー社

る社債を機動的に発行するMTN (Medium-Term Notes) が拡大している。

11 債券発行条件と格付

アメリカでは起債にあたって格付が極めて重要な役割を果たしている。すなわち、格付とは債券の元本および利子が約定通り返済される確実性の程度を測定し、それを投資家に対して簡単な記号で表示したものと定義されている。例えば、代表的な格付機関であるS & P社の格付は、AAA格からC格までの九段階(ただし、D格はデフォルト)であり、このうち特に上位四格付は投資適格と呼

ばれ、それを下回る債券はジャンク債(低格付債)と呼ばれている。つまり、格付けが下がるにしたがってデフォルト・リスクが高いとされ、逆に高い格付を得ればそれだけ発行体に有利な発行条件での資金調達が可能となる。

アメリカでの代表的な格付機関は、発行会社、投資家、引受業者のいずれからも独立かつ中立の民間機関であり、なかでもS & P社、ムーディ社は代表的な格付機関として長年の権威と実績をもっている(この他にフィッ

として、発行証券を自己勘定で買い取って投資家に販売することのできる、資金力と販売力をもつ大手引受業者が優位に立つようになったこと、引受業者間の競争も激化し、引受手数料率も下がったこと、さらに主幹事の決定についても、発行会社は長年の取引関係重視から、適切な条件提示や買取資金力重視へと姿勢を変化させたこと、などが指摘されている。

さらに、最近では発行会社があらかじめ定められた発行枠(MTNプログラム)の範囲内で、発行条件の異なる

チ社、D & P社、MCM社がSEC規則により認定されている。これらの格付機関では、格付にあたって、まず当該企業の産業分析および業界内競争力評価を行ない、次に収益性・財務構成・財務的弾力性（償還能力）・清算価値などの財務分析を行ない、さらに信託証券の分析（財務制限条項および債券の優先順位の検討）が行なわれた上で格付が決定される。

アメリカで格付制度が定着した理由として、一九三〇年代の恐慌期において多数の社債がデフォルトに陥ったが、その際格付機関の行なった格付とデフォルトの相関性が高いことが実証され、投資家の信頼を得たこと、さらにそれにもない通貨監督官、連銀などの公的機関がさまざまな形で格付を利用するようになったことなどがあげられる。この点、同時期の恐慌で多数のデフォルトが発生した際、有担保原則を導入することで対処した日本とは大きく異なり、これによってその後の両国の社債市場の展開が方向づけられたといえる。

また、八〇年代のM&Aブーム期には、企業買収手段としての側面のみが強調された、ジャンク債が、近年成長企業の資金調達手段として定着してきたことも指摘されており、これについては次節で紹介する。

12 ジャンク債

一九八〇年代のジャンク債市場は、当初公募社債市場におけるシェアも四〜六%であったが、一九八三年から急成長し、八〇年代後半では公募市場の二〇%以上を占めるようになった。これには、M&A関連の新規発行が相当含まれていたと見られ、そのうちには敵対的な買収やLBOのための資金調達も含まれており、ジャンク債はその観点から注目された。そして、市場をリードしていたドレクセル社が同社のマイケル・ミルケン

表10 ジャンク債引受シェア

順位	主幹事	金額 (100万ドル)	シェア	件数	手数料 平均(%)
1	Donaldson Lufkin & Jenrette	163.6	21.4	24	2.818
2	Merrill Lynch	90.0	11.8	28	1.859
3	Salomon Brothers	69.3	9.1	17	1.784
4	Morgan Stanley	56.1	7.4	11	3.092
5	Goldman Sachs	51.6	6.8	16	1.674
6	Chase Manhattan	47.0	6.2	9	2.527
7	J. P. Morgan	37.6	4.9	10	2.092
8	Bear Stearns	37.1	4.9	7	2.753
9	Credit Suisse First Boston	36.6	4.8	8	2.618
10	Bankers Trust	34.1	4.5	6	2.823
11	Lehman Brothers	22.8	3.0	10	1.870
12	Smith Barney	21.6	2.8	5	2.579
13	CIBC Wood Gundy	15.0	2.0	2	3.000
14	Friedman Billings Ramsey	9.8	1.3	3	4.083
15	Dillon Read	9.3	1.2	4	2.525
上位15社		701.7	92.0	160	2.323
総計		763.0	100.0	182	2.306

(出所) Investment Dealers' Digest.

らの一連のインサイダー取引事件によって倒産（一九九〇年）したことを契機に、ジャンク債市場は急速に収縮するが、一九九二年から回復しはじめ、その後も発行額を拡大している。その意味では、最近のジャンク債市場は、かつての買収資金市場という側面を払拭し、信用力の低い発行体の資金調達市場として定着したといえる。

一九九七年度第一四半期の発行体では、メディア・テレコム関連が約三〇%を占めているが、最近の調査では、ジャンク債を発行する要因は資金の柔軟性にあるといわれている⁽⁴⁾。すなわち、ジャンク債の発行体は銀行借入よりも高い金利を負担しているが、ジャンク債は銀行債務に比べて各種の契約条項の面で制約が弱

く、それがジャンク債を愛好させているといわれる。また、引受証券会社については、かつてはドレクセル社の独壇場であり、同社のシェアは三〇%をこえることもあったが、一九九五年からはドナルドソン・ラフキン・ジュレット社が首位となり、そのシェアは約一五%である。そして、ジャンク債の手数料は平均二%程度であり、投資適格債の約〇・四%を大きく上回るものとなっており、その引受は専門性が高いために手数料率も安定的といわれている。したがって、ジャンク債の引受には商業銀行をはじめ、参入が相次いでおり、また地方の業者も

注力する傾向にある。

さらに、投資家については、かつて一九八〇年代では保険会社、投資信託・投資顧問、年金基金、外国投資家、貯蓄貸付組合などであったが、現在は貯蓄貸付組合は保有することができなくなり、かわって投資信託、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが拡大している。これらの投資信託は個人資金を背景としており、拡大が予想されている。ただし、ジャンク債の流通価格は株価に影響される側面が強いため、これら投資信託への資金流入も株価に影響される可能性は強いといわれる。

(4) Gilson, Stuart and Jerald Warner, "Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility",
University Rochester Working Paper, March 1995.

13 おわりに

以上、簡単に米国の再建発行市場の概況を紹介したが、ジャンク債やMTNなどは日本の市場の今後を展望するためにも示唆的であると考えられる。したがって、各市場のより立ち入った検討を別稿にて行う予定である。