

90年代米国のハイ・イールド債市場

松尾 順介

はじめに

九〇年代の日本の普通社債発行は量的には拡大傾向を辿ったが、低格付け債への広がり著しく欠いた拡大であったといえる。そこで、市場の裾野拡大が二〇〇〇年代の課題として残されており、それへの取り組みが必要とされることはいうまでもない。したがって、本稿では、九〇年代の米国ハイ・イールド債市場を概観し、この市場が発行会社、投資家および引受証券会社にとってどのような役割を果たしたかを考察する。

(1)

1 九〇年代の市場再生

九〇年代のハイ・イールド債市場は、ドレクセル社の破綻による壊滅的な状況から出発した。以下、ムーディーズ社の格付による格付別発行状況（公募普通社債のみ、私募およびヤンキー債を除く）⁽¹⁾をみていくと、八八年、八九年のハイ・イールド債発行額は、それぞれ二四〇億ドル、二二四億ドルで、公募普通社債に占める比率は、二七・四%、二五・一%であるが、九〇年にはわずか五億五〇〇〇万ドルへと四〇分の一ほどに激減し、比率でも〇・八%に過ぎなくなっており、ドレクセル社の破綻が与えた影響が大きかったことがうかがえる（表1参照）。

このように一旦は水泡に帰したかに見えたハイ・イールド債市場であるが、その立ち直りは早く、翌九一年には八〇億ドル、九二年三二〇億ドル、九三年四三四億ドルと顕著に回復し、比率でもそれぞれ六・一%、一六・三%、一七・五%と拡大している。これによって、八〇年代の水準をも上回るものとなったと同時に、ドレクセル社破綻の影響から完全に脱したといえる。

また、前述のように、かつて四五%がM&A関連の発行であるとの試算が示された時期もあったが、九四年一二月末では、LBO関連の発行体は一%とされ⁽²⁾、M&A関連の発行は著しく低下したと考えられる。というのは、例えば、八八年および八九年のハイ・イールド債発行の内訳を見ると、B a格の比率が、それぞれ二一・七%、五・二%であるのに対して、より投機的なB格は、それぞれ二四・二%、一九・八%と圧倒的に大きくなっている。とくに、八八年ではB2、B3でも九%以上を占めている。当時の敵対的な企業買収は、買収目的のダミー会社やペーパー・カンパニーを通じて行われる場合が多数あり、これらがハイ・レバレッジであったことを考えると、投機的な格付の比率が高いことは、これを反映していると推測される。逆に、九〇年代では、B格の比率は増減があるものの低下傾向を示し、九一年一・二%のあと九二年一〇%、九三年一一・一%へと上昇するが、これをピークに九四年九・一%、九五年三・七%となり、九八年ではわずか一・〇%であり、これは買収目的の起債の減少を反映していると推測できる。

九四年以降のハイ・イールド債発行は、九四年二〇九億ドル、九五年一八五億ドル、九六年二五四億ドルと拡大したが、九七年一七〇億ドルに低下した後、九八年二三五億ドルに回復している。九七年に低下した原因は、タイに始まるアジア通貨危機によって、信用膨張が懸念されていた市場が、株価とともに収縮したことが挙げられる。実際、その前年九六年のハイ・イールド債発行は、B格がB a格の一・五倍に上昇するなど、投資家の高リスク志向によって信用膨張が引き起こされていることが指摘されていた。それが通貨危機を契機として、「質

(2)

表1 米国普通社債の格付け別発行額 (ムーディーズ社) (金額: 百万ドル)

格付け	1988			1989		
	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
Aaa	6,504.1	7.4%	41	8,075.2	9.0%	36
Aa	10,768.1	12.3%	80	15,349.1	17.1%	104
A	31,463.4	35.8%	216	29,713.8	33.2%	204
Baa	15,003.1	17.1%	105	13,972.8	15.6%	88
投資適格債合計	63,738.7	72.6%	442	67,110.9	74.9%	432
Ba1	498.1	0.6%	2	945.1	1.1%	9
Ba2	897.0	1.0%	5	1,659.6	1.9%	7
Ba3	957.9	1.1%	8	2,068.5	2.3%	10
Ba合計	2,353.0	2.7%	15	4,673.2	5.2%	26
B1	4,775.4	5.4%	24	7,006.1	7.8%	20
B2	8,374.9	9.5%	45	8,075.1	9.0%	45
B3	8,075.3	9.2%	52	2,679.3	3.0%	23
B合計	21,225.6	24.2%	121	17,760.5	19.8%	88
Caa	500.0	0.6%	2		0.0%	
高利回り債合計	24,078.6	27.4%	138	22,433.7	25.1%	114
総計	87,817.3	100.0%	580	89,544.6	100.0%	546

1993			1994			1995		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
10,234.1	4.1%	70	11,885.4	7.0%	93	11,275.6	5.4%	118
36,150.7	14.5%	231	25,775.6	15.1%	215	32,858.6	15.6%	267
106,279.6	42.8%	859	86,432.1	50.6%	891	111,568.1	53.0%	1,224
52,380.4	21.1%	379	25,687.7	15.1%	241	36,422.3	17.3%	352
205,044.8	82.5%	1,539.0	149,780.8	87.8%	1,440.0	192,124.6	91.2%	1,961.0
2,962.4	1.2%	16	1,836.2	1.1%	16	2,468.4	1.2%	14
6,895.6	2.8%	32	799.4	0.5%	5	4,091.6	1.9%	16
5,072.3	2.0%	32	2,310.7	1.4%	15	3,876.6	1.8%	16
14,930.3	6.0%	80	4,946.3	2.9%	36	10,436.6	5.0%	46
9,639.6	3.9%	54	6,459.8	3.8%	32	1,968.3	0.9%	10
10,314.2	4.2%	66	5,068.1	3.0%	33	3,086.5	1.5%	16
7,668.4	3.1%	53	3,965.5	2.3%	24	2,832.2	1.3%	17
27,622.2	11.1%	173	15,493.4	9.1%	89	7,887.0	3.7%	43
866.1	0.3%	8	438.6	0.3%	2	204.1	0.1%	2
43,418.6	17.5%	261	20,878.3	12.2%	127	18,527.7	8.8%	91
248,463.4	100.0%	1,800.0	170,659.1	100.0%	1,567.0	210,652.3	100.0%	2,052.0

(資料) Securities Data Co.

(4)

1990			1991			1992		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
5,766.6	8.5%	35	11,898.0	9.2%	89	10,752.7	5.6%	65
17,540.5	25.9%	95	22,718.4	17.5%	162	25,716.6	13.4%	184
30,010.0	44.3%	225	62,814.1	48.4%	623	73,617.8	38.5%	568
13,952.9	20.6%	102	24,425.2	18.8%	215	50,099.1	26.2%	361
67,270.0	99.2%	457	121,855.7	93.9%	1,089.0	160,186.2	83.7%	1,178.0
	0.0%		2,057.5	1.6%	3	3,103.5	1.6%	20
99.9	0.1%	1	1,247.8	1.0%	10	2,676.2	1.4%	15
98.7	0.1%	1	3,071.0	2.4%	12	5,858.6	3.1%	41
198.6	0.3%	2	6,376.3	4.9%	25	11,638.3	6.1%	76
250.0	0.4%	1	786.0	0.6%	5	8,312.5	4.3%	45
100.0	0.1%	1	358.5	0.3%	2	6,497.8	3.4%	38
	0.0%		454.0	0.3%	3	4,273.3	2.2%	34
350.0	0.5%	2	1,598.5	1.2%	10	19,083.6	10.0%	117
	0.0%			0.0%		375.0	0.2%	1
548.6	0.8%	4	7,974.8	6.1%	35	31,096.9	16.3%	194
67,818.6	100.0%	461	129,830.5	100.0%	1,124.0	191,283.1	100.0%	1,372.0

1996			1997			1998		
発行額	比率	件数	発行額	比率	件数	発行額	比率	件数
5,572.7	2.3%	100	9,949.6	3.1%	93	11,979.3	2.8%	109
41,160.1	17.0%	439	79,368.1	24.5%	860	99,339.1	23.1%	1,072
133,862.3	55.2%	1,558	153,205.1	47.2%	2,374	192,048.0	44.6%	2,508
36,355.4	15.0%	489	64,906.7	20.0%	801	103,744.7	24.1%	861
216,950.5	89.5%	2,586.0	307,429.5	94.8%	4,128.0	407,111.1	94.6%	4,550.0
5,528.0	2.3%	37	7,384.9	2.3%	22	5,677.9	1.3%	25
1,745.3	0.7%	10	2,318.8	0.7%	15	7,750.2	1.8%	34
2,461.1	1.0%	17	2,602.3	0.8%	15	5,431.3	1.3%	29
9,734.4	4.0%	64	12,306.0	3.8%	52	18,859.4	4.4%	88
6,134.9	2.5%	29	1,801.3	0.6%	13	853.2	0.2%	7
5,048.6	2.1%	31	1,140.2	0.4%	8	1,593.6	0.4%	8
4,251.7	1.8%	20	1,335.0	0.4%	8	2,039.5	0.5%	12
15,435.2	6.4%	80	4,276.5	1.3%	29	4,486.3	1.0%	27
230.0	0.1%	2	410.0	0.1%	4	105.0	0.0%	1
25,399.6	10.5%	146	16,992.5	5.2%	85	23,450.7	5.4%	116
242,350.1	100.0%	2,732.0	324,422.0	100.0%	4,213.0	430,561.8	100.0%	4,666.0

(3)

への逃避」といわれるように、安全性の高い債券投資に回帰し、ハイ・イールド債発行が急速に収縮したのである。この傾向は、九八年に入ってもしばらく続いたが、長期金利が六%を下回るなど低金利傾向もあって、回復に転じ、発行額も拡大した。しかし、九月のロシア危機やそれに伴うヘッジファンド危機によって再度急落した。とくに、破綻したLTCMの保有する大量のハイ・イールド債のポジション解消が懸念されたため、ハイ・イールド債の相場が急落したといわれている。ただし、FRBの迅速な対応によって、ヘッジファンド危機が回避されたことや、二度にわたる金利引下げによって景気後退が回避されるという期待が高まったこともあって、年末発行市場は回復に転じた。また、九九年の発行状況は、前半はほぼ昨年並みの起債水準が続いたが、六月ごろから著しく減少に転じている。これは、コンピュータの二〇〇〇年問題が表面化した場合、金融市場の混乱によって、ハイ・イールド債の流動性がいつそう低下することを投資家が懸念し、購入姿勢が慎重になっているためといわれている。

以下、ハイ・イールド債の発行会社、投資家および引受証券会社について見てみよう。

2 発行会社

最近のハイ・イールド債の発行体を業種別に見たものが、表2である。これによると、九八年の上位の発行業種は、電力二二・三%、製造業一六・〇%、小売業二二・九%、不動産一〇・二%、放送・通信一〇・一%となっている。とくに注目されるのは、近年急成長している放送・通信で、この表には表れていないが、九四年一・九%、九五年二二・九%、九六年一五・八%を占め、近年ハイ・イールド債の主要発行業種となっている。ところで、発行会社にとって、ハイ・イールド債発行を選択するメリットとして、資金の柔軟性が指摘されて

いる。すなわち、銀行借入よりも債券発行のほうが資金使途などの点で柔軟性が高いために、発行会社はこれを選好しているというわけである。例えば、ギルソン・ワーナーの研究⁽³⁾によると、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。因みに、九二年の二二四件では、銀行借入返済七二(三三・六%)、その他債務の返済七六(三五・五%)、一般的目的四〇(二八・七%)、買収目的八(三・七%)、その他一八(八・四%)となっており、債務返済

表2 米国ハイ・イールド債の業種別発行状況
(単位:百万ドル・%)

1997年				1998年			
業種	発行額	比率	件数	業種	発行額	比率	件数
電話	2,946.00	16.5	6	電力	5,593.60	22.3	24
ヘルスケア	2,597.80	14.5	6	製造業	4,015.60	16	20
放送・通信	2,360.60	13.2	10	小売業	3,222.10	12.9	10
製造業	1,996.90	11.2	11	不動産	2,563.20	10.2	5
天然資源	1,261.20	7.1	8	放送・通信	2,519.80	10.1	9
住宅抵当会社	962.9	5.4	8	レストラン・ホテル	1,698.80	6.8	5
電力	944.3	5.3	6	建設	1,193.90	4.8	9
建設	897.1	5	7	電話	935	3.7	5
モーゲージ証券	550	3.1	2	天然資源	704.6	2.8	3
小売	434.6	2.4	3	レジャー	701.7	2.8	3
金融会社	392.4	2.2	3	運輸	599.1	2.4	3
不動産投資信託	390.3	2.2	6	住宅抵当会社	400.8	1.6	5
運輸	369.6	2.1	3	投資銀行	199.8	0.8	1
サービス	275	1.5	3	金融会社	199.2	0.8	1
農業	225	1.3	1	ガス	150	0.6	2
貯蓄金融機関	203.9	1.1	3	保険	149.8	0.6	1
レストラン・ホテル	200	1.1	1	貯蓄金融機関	107.6	0.4	26
ガス	149.3	0.8	1	不動産投資信託	99.8	0.4	1
保険	149.1	0.8	1				
商業銀行	139.8	0.8	7				
レジャー	125	0.7	1				
卸売	114	0.6	2				
投資銀行	99.8	0.6	1				
不動産	74.8	0.4	1				
合計	17,859.50	100	101	合計	25,054.50	100	133

(資料) Securities Data Co.

が主要目的となっていることがわかる。

次に、同研究によると、継続開示企業である、NYSE、AMEX、NASDAQ銘柄（一六四銘柄）のみに限定した場合、ハイ・イールド債発行体は、対前々年比の売上高成長率は七四・三％と高成長しており、資産収益率も一三・八％と高収益である。しかし、レバレッジも高く、起債前の時価総額に対する債務比率は五四・九％であり、全債務に占める銀行債務の割合は、四五・五％で、銀行債務総額は二三四〇億ドルである。また、インタレスト・カバレッジ・レシオは一・六九である。ハイ・イールド債発行後のこれらの比率の変化を見ると、まず時価総額に対する債務比率は五七・九％となり、約三％上昇しているが、銀行債務の割合は二四・六％と二〇％以上も低下し、銀行債務の総額も一四二〇億ドルへと九〇〇億ドル程度減少している。また、インタレスト・カバレッジ・レシオは一・四五となり〇・二四低下している。したがって、ハイ・イールド債発行が実際に銀行債務の返済に使われていることがわかるとともに、起債後の収益率低下が予想されるとしている。結果的に、銀行債務返済のために社債手取金の七六・三％が使われ、また銀行債務の六四・三％が社債発行によって返済されたとしている。

さらに、先の発行体のうちの二七社（三六銘柄）について、銀行債務と高利回り債を比較した結果、金利は銀行債務二一・八％に対して、ハイ・イールド債一三・七％となっており、ハイ・イールド債の方が約二％金利コストが大きとしている。また、返済期間は銀行債務四・一年に対して、債券は一〇・二年であり、有担保債務の比率は、銀行債務五〇・〇％に対し債券二三・九％、さらに銀行債務の六六・七％はハイ・イールド債よりも優先順位が高くなっている。したがって、銀行債務とハイ・イールド債を比較した場合、ハイ・イールド債の方が、満期、担保、優先順位の点で緩やかであることが読み取れる。

ただし、銀行借入は九四・四％が借換え契約となっており、金利に加えてコミットメント・フィーを課されているとともに、九七％は変動金利である（債券は八九％が固定金利である）。したがって、金利だけを見ると、高利回り債は銀行借入よりも割高となっているとともに、銀行債務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、ここでは債務の契約条項を、①営業活動、②投資支出、③資産処分、④金融活動、⑤デフォルトに関連する財務比率または金額、⑥支出、⑦報告またはディスクロージャー、⑧担保または優先順位の維持、⑨経営者または所有者の変更、⑩関係会社間の取引、⑪その他、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、銀行債務の方が比率が高くなっている。そして、一件の債務に付せられた契約数は、銀行債務二四に対し債券は六である。とくに、営業活動や投資支出について契約が課されているのは、債券の場合六％だけであるのに対して、銀行債務の場合はそれぞれ六七％、九七％であり、銀行債務の契約上の制約が強く、高利回り債の方が柔軟であることを明らかにしている。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られている。

したがって、銀行債務からハイ・イールド債へのシフトは恒常的なものではなく、インタレスト・カバレッジ・レシオなど、発行体の財務指標が改善され、契約条項を満たすことができるようになれば、再度銀行借入にシフトする可能性も示唆されている。実際、ハイ・イールド債発行直前直後、さらに二年後および四年後を比較すると、銀行債務を有する発行体は起債直前一〇〇％であるのが、直後七一・九％に減少するが、二年後には八七・五％に上昇し、四年後には七三・六％となっている。また、債務に占める銀行債務の割合も、起債直前四六・九％が直後には一一・四％に低下した後、二年後一八・〇％、四年後一六・六％となっている。さらに、銀行信用供与枠に占める銀行債務の割合も、起債直前七〇・八％から直後には二二・四％に低下するものの、二年

後五三・〇％、四年後五七・二％と上昇している。

3 投資家

ハイ・イールド債の投資家について、モルガン・スタンレー社のデータ⁽⁴⁾によると、一九八八年では保険会社四〇％、S&L二五％、ミューチュアル・ファンド二〇％、年金基金一〇％、投資顧問五％となっていたが、一九九六年にはミューチュアル・ファンド四〇％、保険会社二〇％、投資顧問二〇％、海外投資家一二％、年金基金八％となり、保険会社およびS&Lの比率が低下した反面、ミューチュアル・ファンド、投資顧問、海外投資家の比率が上昇している。

まず、シェアを低下させた保険会社およびS&Lについてであるが、保険会社は一九八〇年代を通して最大の投資家であった。とくに、八三年のニューヨーク州保険法改正で、社債投資に関する規制が撤廃されたこともあって、一部の生命保険会社ではハイ・イールド債に偏重した投資行動も見られた。このため、規制当局は徐々に保険会社の資産内容に対する関心を強め、再規制も行っていたが、一九九一年全米一五位のエグゼクティブ・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、一般勘定資産比率六〇％超というハイ・イールド債投資を行ったために破綻するという事件があり、これを契機に保険会社のハイ・イールド債投資は大きく低下した。生命保険会社の一般勘定債券に占めるハイ・イールド債の割合は、一九九〇年一一・六％から一九九六年五・三％と半減している。また、S&Lは、S&L危機を契機に、保有しているハイ・イールド債の売却が義務づけられ、現在これに投資することができなくなっている。

次に、シェアを拡大させているミューチュアル・ファンドについてであるが、ミューチュアル・ファンドは、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。また、投資顧問も同様である。この拡大の背景として、ハイ・イールド債の利回りとボラティリティを比較した場合、九一年から九五五年までの期間で、ハイ・イールド債はS&P五〇〇インデックスと同じ利回りを半分のボラティリティで達成しているとされる点が指摘されている⁽⁵⁾。

ただし、とくにこれらのミューチュアル・ファンド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。現在のところ、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。しかし、高利回り債の流通市場は、投資家のリスク志向に大きく依存しており、その意味では株式市場に近い性格を持っているといわれている。したがって、株価の上昇が持続すれば、リスク志向の強い資金が流入する可能性は大きい。逆にアジア通貨危機やロシア危機のような事態が再発すれば、急速な資金流出が生じる可能性も否定できない。

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なくな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。

また、ここでは項目として分類されていないが、バルチャー・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。これらのファンドは破綻した企業の債権 (社債のみならず融資や手形などを含み、場合によっては損害賠償請求権なども含む) に投資し、更生ないし清算による利鞘を獲得しようとするファンド

と一般に理解されているが、必ずしも破綻債権だけでなく、格付の著しく低下した債券に投資する場合もあり、その意味ではハイ・イールド債投資と重複する部分があると思われる。もつとも、これらのファンドはヘッジファンドなどを含む私募投信やリミテッド・パートナーシップなどの組織であり、その投資内容や規模は必ずしも明らかでないが、大量の資金が機動的に運用されているものと思われる。⁽⁶⁾

4 引受証券会社

八〇年代末のドレクセル社のハイ・イールド債引受シェアは、一九八七年三三・四%、一九八八年三一・八%、一九八九年二二・二%となっており、ドレクセル社のシェアが著しく高いことが指摘されるとともに、同社引受業務に占めるハイ・イールド債の比率も全体の八〇%を上回る状況にあった。⁽⁷⁾しかし、ドレクセル社倒産後の引受シェアは、一九九四年一位メリル・リンチ社(一六・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(一三・八%)となったが、一九九五年には一位DLJ社(二五・七%)、二位ゴールドマン・サックス社(二五・一%)、三位メリル・リンチ社(二二・五%)、とわずかな差でDLJ社が首位となった後、一九九六年一位DLJ社(一五・九%)、二位メリル・リンチ社(一一・七%)、三位ゴールドマン・サックス社(一一・〇%)と、DLJ社が二位以下に四%の差をつけたが、この差は一九九七年には二%程度に縮小し、さらに一九九八年は一位DLJ社(一四・七%)、二位モルガン・スタンレー社(一三・二%)、三位ソロモン・ブラザーズ社(一二・七%)とその差はさらに小さくなっている。したがって、ドレクセル社の破綻後は、DLJ社が市場をリードしていることがわかる。このDLJ社の投資適格債の引受シェアは、一九九六年に一位(二・九%)にランクされた後、一九九八年は一位にも登場してお

らず、高利回り債引受に特化した展開を行っている。しかし、このシェアはかつてのドレクセル社のシェアには遠く及ばず、また投資適格債では一位と二位の差が約五%(一位メリル・リンチ社のシェア一九・五%、二位ゴールドマン・サックス社二二・七%)であることと比較すると、かなり競合しているといえる。

他方、ハイ・イールド債の引受手数料(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た。このような手数料の厚みは、高い専門性によるものとされ、安定的という見方もされていたが、市場はより競争的になっており、現在手数料は全般的に圧縮されている。すなわち、一九九七年では一・七六八%と〇・五%もの低下となっている(その反面、投資適格債は〇・四六七%となっており、逆に上昇している。⁽⁹⁾)

このようなハイ・イールド債引受の競争激化の要因として、商業銀行がこの分野に注力していることが指摘できる。例えば、J・P・モルガンの引受シェアは、一九九四年〇・七%から一九九八年三・八%に上昇し、またチェイス・マンハッタンも同期間で〇・五%から六・二%へと上昇している。この結果、第一にハイ・イールド債引受業務のスペシャリストの引き抜き合戦が活発に演じられた。とくに、UBS、フェーマン・ゼルツ、ネーションズバンク、ナットウエストなどの外資系、さらにチェイス、バンカース・トラストなどが積極的であったとされている。⁽¹⁰⁾第二に、地方の業者のなかにもこの分野に注力する業者が現れた。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、ハイ・イールド債部門を設置し、この業務の拡大を図っている。⁽¹¹⁾第三に、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、バンクボストンなどもハイ・イールド債の引受に参加し、地銀クラスの参入も見られた。⁽¹²⁾

しかし、ハイ・イールド債引受の収益性が、競争激化の結果傾向的に低下していることは明らかであり、大手投資銀行などでは、むしろ新規業務を開拓する動きが最近顕著になっている。とくに、ハイ・イールド債引受業務と関連性が強いのが、レバレッジド・ローン市場であるとされ、市場も急成長を遂げている。レバレッジド・ローンとは、格付BB+以下の企業や無格

表3 普通社債の格付け別発行状況推移

発行額	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度
AAA	20,000	17,910	28,160	18,900	17,510	20,850 (36.7)	16,550 (29.5)	27,850 (31.5)	32,030 (30.4)
AA*	0	200	3,000	3,300	3,500	4,050 (7.1)	7,950 (14.2)	13,450 (15.2)	10,480 (9.9)
AA	0	300	1,050	3,000	3,150	4,500 (7.9)	4,900 (8.7)	12,580 (14.2)	17,110 (16.2)
AA-	0	0	1,550	460	1,800	9,400 (16.5)	9,540 (17.0)	9,869 (11.2)	14,110 (13.4)
A*	0	0	1,400	1,400	900	3,900 (6.9)	2,400 (4.3)	7,655 (8.7)	9,350 (8.9)
A	0	0	700	1,300	2,070	6,410 (11.3)	4,850 (8.7)	8,120 (9.2)	10,085 (9.6)
A-	0	0	2,200	1,320	1,920	4,010 (7.1)	7,530 (13.4)	7,660 (8.7)	11,985 (11.4)
BBB*	0	150	0	460	900	1,920 (3.4)	990 (1.8)	200 (0.2)	225 (0.2)
BBB	0	0	40	0	480	1,070 (1.9)	840 (1.5)	160 (0.2)	50 (0.0)
BBB-	0	0	0	50	50	450 (0.8)	360 (0.6)	200 (0.2)	70 (0.1)
—	960	5,507	100	0	270	250 (0.4)	100 (0.2)	750 (0.8)	0 (0.0)
合計	20,960	24,067	38,200	30,190	32,550	56,810 (100.0)	56,010 (100.0)	88,494 (100.0)	105,495 (100.0)

銘柄数	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度	95年度	96年度	97年度	98年度
AAA	48	42	58	39	40	38 (14.2)	38 (14.2)	60 (11.2)	85 (13.3)
AA*	0	1	10	8	7	15 (5.6)	15 (5.6)	58 (10.8)	43 (6.8)
AA	0	1	5	12	12	22 (8.2)	22 (8.2)	84 (15.6)	91 (14.3)
AA-	0	0	6	2	7	44 (16.5)	44 (16.5)	89 (16.5)	98 (15.4)
A*	0	0	10	8	7	27 (10.1)	27 (10.1)	57 (10.6)	87 (13.7)
A	0	0	6	8	15	48 (18.0)	48 (18.0)	85 (15.8)	97 (15.2)
A-	0	0	9	9	17	40 (15.0)	40 (15.0)	91 (16.9)	129 (20.3)
BBB*	0	1	0	2	5	10 (3.7)	10 (3.7)	2 (0.4)	4 (0.6)
BBB	0	0	1	0	4	14 (5.2)	14 (5.2)	4 (0.7)	1 (0.2)
BBB-	0	0	0	1	1	7 (2.6)	7 (2.6)	4 (0.7)	2 (0.3)
—	5	17	1	0	2	2 (0.7)	2 (0.7)	4 (0.7)	0 (0.0)
合計	53	62	106	89	117	267 (100.0)	267 (100.0)	538 (100.0)	637 (100.0)

付会社に対して、通常LIBOR+150bp以上のスプレッドで行われる融資であり、従来は資金の出し手はほとんど米銀中心のシ団であったが、最近ではミューチュアル・ファンドや保険会社などの機関投資家層が大幅に増加している。また、流通市場も整備され、社債と同様の市場性があることも指摘されている。⁽¹³⁾このような新規業務への投資銀行の参入は、ハイ・イールド債を含めて既存分野の競争激化と、それに伴う収益性の低下が背景にあると思われる。

まとめ

以上のように、米国のハイ・イールド債市場を歴史的に概観し、近年の変化を考察すると、この市場が八〇年代のM&A資金市場という性格を脱し、成長企業の資金調達市場として定着していることがわかる。しかし、このように市場として定着したことは、必ずしも引受証券会社に安定的な高収益をもたらさず、むしろ業務としては陳腐化し、大手投資銀行は、さらに高収益の期待できる分野にシフトされていくといえる。その意味では、米国の資本市場は常に止むことのないイノベーションにさらされているといえる。日本の社債市場は確かに量的には拡大しているといえ、普通社債の格付け別発行状況を見ると、高格付けに著しく偏っており(表3参照)、その点でもまだまだ米国の資本市場のこのようなダイナミズムから学ぶべき点は多々あるといえるだろう。

(1) 当然のことながら、S&Pなど他の格付機関の格付だけを取得した案件は算入されない。市場全体の規模ではない。市場規模としては、同じくSecurities Data Co.のデータをもとにした全米証券業協会の統計があり、それによれば

- 九〇年以降のハイ・イールド債引受額（普通社債市場に占める比率）は、九〇年一四億ドル（二・三％）、九一年一〇〇億ドル（五・〇％）、九二年一九二億ドル（二二・三％）、九三年五四三億ドル（二二・六％）、九四年三二六億ドル（八・六％）、九五年二八三億ドル（六・四％）、三四一億ドル（六・三％）、二八〇億ドル（三・七％）となっており、ムーディーズ社の格付をもとにした統計とほぼ同じ傾向を示している。SIA, "1988 Securities Industry Fact Book", p.22.
- (2) 舟橋信夫「米国ハイ・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、四ページ、参照。
 - (3) Gilson, Stuart and Jerold Warner, "Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility", *University of Rochester Working Paper*, March 1995.
 - (4) 山崎昌義「ハイ・イールド市場」、(債券市場研究会編『米国債券投資戦略のすべて』、金融財政事情研究会、一九九八年、第三章、所収)、九三ページ、参照。
 - (5) 山崎、前掲、九四ページ、参照。
 - (6) これらの投資については、拙著『日本の社債市場』、東洋経済新報社、一九九九年、第五章、および拙稿「米国のデイトレスト証券市場とバルチャー・ファンド」、『インベストメント』、一九九九年八月、参照。
 - (7) 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』、第二一一巻、一九九五年一月、一八〇ページ、参照。
 - (8) *Investment Dealers Digest*, February 17, 1997.
 - (9) *Investment Dealers Digest*, January 26, 1998.
 - (10) *Investment Dealers Digest*, June 24, 1996.
 - (11) *Investment Dealers Digest*, November 11, 1996.
 - (12) 『日経金融新聞』、一九九七年三月二十八日。
 - (13) レバレッジド・ローンについては、山崎昌義「レバレッジド・ローン市場」(証券経営研究会編『金融市場の変貌と証券経営』、日本証券経済研究所、一九九八年、所収)、二二九～二四三、に詳しい。