

米国のハイ・イールド債市場とデレストレス市場

松尾 順介

はじめに

米国ではハイ・イールド（高利回り）債あるいはジャンク債と呼ばれている低格付ないし無格付の社債発行市場があり、裾野の広い市場が形成されていることは周知のとおりである。しかし、いまだに日本ではそのような市場が形成されておらず、市場の広がりや欠けている。日本では、一九九六年一月に適債基準が撤廃され、低格付債に対する制度上の発行制限はなくなっているにも関わらず、投資適格を下回る低格付債の新規発行はみられない。

米国においてハイ・イールド債発行市場が発達しはじめたのは、一九七七年以降であるといわれているが、八〇年代には企業買収のための資金調達手段という側面も強かったものの、同時に成長産業の資金調達手段としても利用され、急拡大を遂げていった。このようなハイ・イールド債市場の拡大は、一方では高格付債市場の裾野が広がっていく形で進展したという側面もあるが、他方ではよりいっそう信用度の低い社債市場、すなわち破綻した企業の社債などを売買する、デレストレス証券市場が同時期に定着したことがその背景として指摘できる。いわば、デレストレス証券市場がハイ・イールド市場の支えとなった側面があると考えられる。つまり、ハイ・イールド債を購入しようとする投資家にとって重要なリスクは、もちろんデフォルト・リスクであるが、デレストレス市場が存在すれば、その社債がデフォルトに陥った場合でも流動性が付与されるわけであるか

ら、流動性リスクは排除できる。したがって、デレストレス証券市場の拡大は、ハイ・イールド債市場の拡大を促進する要因になっていたと考えられる。実際、米国でデレストレス証券市場が本格的に形成されていくのは、七八年連邦倒産法施行以降であるといわれ、ハイ・イールド債と軌を一にして拡大していくのである。

以下、本稿ではハイ・イールド債市場の形成とデレストレス証券市場の形成を見ながら、両者の関係を考察する。

1 ハイ・イールド債市場の形成

米国でハイ・イールド債市場が形成されたのは、一九七〇年代後半、とくに一九七七年リーマン・ブラザーズの三件の引受案件が端緒であるとされている。⁽¹⁾ すなわち、同年前半に、リーマン・ブラザーズ社は、LTV（七、五〇〇万ドル、二〇年、九・二五%、B格、二月一日公募）、Zapata社（七、五〇〇万ドル、二〇年、一〇・二五%、B格、劣後債、三月一〇日公募）、およびFuqua社（六〇〇万ドル、二〇年、九・八七五%、B格、上位劣後債、三月一八日公募）のハイ・イールド債の引受を行っているのがそれである。

しかし、米国では低格付けあるいは無格付けの社債が新規に発行されることはそれ以前からあり、一九六〇年代でも新規発行の二〇%以上が無格付けを含む低格付社債発行によって占められていたとされている。因みに、一九六一年から六九年までのS&P社の格付による格付別SEC登録（公募）状況をみると、この期間の登録銘柄数一、一八九のうち、投資適格は九二二、無格付を含む低格付は二六七であり、その割合は二二・五%となっている。ただし、無格付を含む低格付債の登録件数は、年によって変動が大きく、六四年から六六年にかけては、それぞれ四〇件、五六件、九五件と増加し、その割合も三一・〇%、三三・三%、三六・一%と三割以上を占め

ているのに対して、六八年および六九年はそれぞれ二・三件、七件、割合では八・三%、四・二%と急減している。すなわち、株式市場が上昇局面にあるとこれらの債券発行も増加し、逆に低下ないし不安定局面になると減少している。

これは、当時の低格付債の多くが転換社債であり、この期間の低格付債のうち七六・四%を転換社債、さらにワラント債を含めると八五・七%をエクイティ関連債が占めていた。逆に、投資適格に占める転換社債の割合は七・七%であり、当時の低格付債は転換請求権を付与することによって低格付をカバーしていたのである。そして、このように低格付債発行の主流が転換社債であるという傾向は、七〇年代以降も持続し、特に一九七三年から七五年にかけては、発行が低迷し、オイル・ショックによる株価低迷の影響を強く被る結果となっている。⁽²⁾したがって、この時期の低格付債の多くは、高利回りによって低格付をカバーするものではなかったため、ハイ・イールド債ということはできない。⁽³⁾

そこで、ハイ・イールド債市場の形成という場合、低格付を転換請求権という甘味剤ではなく、高利回りによってカバーする新規公募が行われ始めたという点が重要であり、さらにその端緒を一九七七年と特定する見方には、そのような公募がリーマン・ブラザーズという一流の投資銀行によってなされたことが重視されていると考えられる。実際、その後リーマン・ブラザーズは、このような債券の引受が自社の評価を下げることを懸念してハイ・イールド債の引受から撤退してしまうのである。⁽⁴⁾

これに代わって、ハイ・イールド債市場の独占的地位を獲得していくのが、ドレクセル・バーナム・ランベール社であるが、のちに「ジャンク債の帝王」と呼ばれることになる、同社のマイケル・ミルケンは、七〇年代後半のこの時期、精力的に保険・年金などをハイ・イールド債の顧客として開拓している。そして、この顧客層がその後の同社のハイ・イールド債引受業務を支えることになるわけである。⁽⁵⁾

2 八〇年代のハイ・イールド債市場の成長と挫折

このように七〇年代後半に形成されたハイ・イールド債市場は、さらに八〇年代に拡大を遂げることになる。この八〇年代の成長は、周知のように、ドレクセル社とマイケル・ミルケンを抜きに語れないものとなっており、M&Aブームの中でその資金調達手段として、ハイ・イールド債が活用されたことが強調されている。

前述のように、ハイ・イールド債市場の形成において先陣をきったのは、リーマン・ブラザーズであったが、同社が名門投資銀行としての評価を懸念して、この分野での積極的展開を躊躇する間に、この分野で独占的地位を築いたのがドレクセル社であり、その功績はミルケンに負うものといわれている。ドレクセル社とミルケンについては、多くの論者が論じているが、ペンシルベニア大学ウオートン・スクール在学中から低格付債投資に注目していた彼は、ドレクセル社に入社後、保険、年金基金、貯蓄貸付組合などの投資家をその顧客として獲得し、七七年にはハイ・イールド債だけのファンドを売り出すなどして、七〇年代から販売ネットワークを築き上げ、流通市場を作っていたのである。

そして、ミルケンは自らの販売ネットワークを、八〇年代になるとM&Aブームと結び付けていくが、とくに八三年一月の同社幹部たちの会合では、非友好的買収に同社の資金調達力を活用する方策が検討され、その後T.ブーン・ピケンズ(メサ社)によるガルフ・オイル社に対するTOBなどが実現されていくのである。

このように企業買収のための資金調達手段としてハイ・イールド債が利用され、なかでも「レイダース」(乗っ取り屋)による敵対的買収のための資金調達手段として社会的注目を集めるようになる。例えば、一九八五年

にはフィリップス・ペトロリアム買収では一八億ドルの資金がハイ・イールド債で調達され、その他アメリカン・ナショナル・リゾーシズ買収(六億ドル)、ウォルト・デイズニー買収(五、〇〇〇万ドル)、ナショナル・カン買収(三億九、五〇〇万ドル)などといわれている。⁽⁷⁾この結果、ハイ・イールド債は企業買収、とくに敵対的買収のための資金調達手段であるという見方が定着し、実際M&Aブームとともに、発行額も拡大していった。

しかし、実際に企業買収に占めるハイ・イールド債発行の割合は、必ずしも一般にいられているほど大きくはないと思われる。すなわち、企業買収とハイ・イールド債の関係についての調査がいくつか行われているが、SECの調査⁽⁸⁾では、成功したテNDER・オファーに占める債券発行(すべてハイ・イールド債とみなされる)の割合を、八五年上半期一三・六%(銀行借入七七・六%)としているほか、GAOの調査⁽⁹⁾では、八五年、八六年の敵対的買収のための資金調達に占めるハイ・イールド債および非銀行借入の割合は二〇・四%(銀行借入四二・二%)とされている。この数字からは、ハイ・イールド債を敵対的買収の主要手段と断じることとはできない。

また逆に、ハイ・イールド債に占める買収目的の割合について、ドレクセル社は、一九八四年に敵対的買収に利用された割合を二%弱と試算している⁽¹⁰⁾。さらに、前述のアルトマンは、モルガン・スタンレー社の調査として、M&A関連のハイ・イールド債の割合は一九八五年で四五%弱という結果を紹介している⁽¹¹⁾。これは、敵対的買収だけでなく、友好的買収を含む推計であり、実際このうちの程度が社会的な関心を集めた敵対的買収、あるいは買収後、借入金返済のために被買収先企業の資産売却が行われることが多かったために批判を浴びたレバレッジド・バイアウト(LBO)に利用されたかについては明らかではないが、社会的には金額や割合の多寡ではなく、企業買収のマネー・ゲーム化が問題とされ、ハイ・イールド債もそれを促進するものと見られたのである。

実際、M&Aブームが去り、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ため、ハイ・イールド債市場は一気に縮小してしまうのである⁽¹²⁾。いわば、八〇年代のハイ・イールド債市場は、ドレクセル社に依存した市場であり、同社破綻後の市場の混乱と縮小は、この市場の脆弱さを露呈したといえるが、他方で八〇年代のハイ・イールド債市場が、低格付の成長企業に公募普通社債による資金調達手段を提供したことは看過されるべきではないと思われる⁽¹³⁾。

3 ディストレスト証券市場の形成

破綻企業の債券を対象とする投資手法は、米国では一九二九年の大恐慌時代にその起源を見出せるといわれている。今日、このような投資の元祖といわれるマックス・ハイネは、倒産企業の株式や社債の価格とその資産価値に注目し、この両者の乖離に目をつけて投資することを繰り返した。当時は、このような証券は投売りの対象とされており、真つ当な投資対象だとは誰も考えていなかったが、ハイネは自ら証券会社を設立し、その後も長くトレーダーとしてだけでなく、ブローカーとしてもこの投資に関わり、結果的に多くの人々に投資機会を提供していった。

このハイネという人物は、大恐慌当時ベルリンからニューヨークに移住してきた移民であるが、あるきっかけから倒産した鉄道会社の社債を購入し、その後経営悪化企業の資産価値を見出す投資手法に没頭していくようになったといわれている。一九四九年、ハイネは自らの証券会社の子会社として、オープン・エンド型投資信託のミューチュアル・シェアーズ・ファンドを設立し、倒産企業をはじめとするバリュエーション投資を行なった。ここでハイネは、最優先の返済順位となる上位債に投資し、慎重な投資姿勢を貫いた。つまり、更生計画が申請されて、

社債権者の回収額がある程度明確になるまで投資をせず、流通価格と回収額との差に投資をするアービトラージに徹していた。当時は、このような投資を行なう投資家はまれであり、それゆえにこのようなアービトラージが成り立っていたのである。

大恐慌以降の倒産案件は、鉄道会社を中心であった。例えば、セントラル・レイルロード・オブ・ニュージャージー、エリー鉄道、リハイ・バレー鉄道、シカゴ・ロック・アイランド鉄道、ミズーリ・パシフィック鉄道、シカゴ&ノースウエスタン・トランスポートーション、ウエスタン・パシフィック鉄道、デンバー・リオグランデ鉄道、スー・ライン、テキサス&ニューオリンズ鉄道などである。これらの鉄道会社は一九三〇年代に経営不振に陥ったが、その後回復したため、投資家の関心を集めるようになった。その中には、ベア・スターンズの会長となったセイモア・ルイスやゴールドマン・サックスの会長となったグスタブ・リービなども含まれていた。

戦後のデイトレス投資は一九七〇年代に転機を迎えることになるが、今日行なわれているバルチャー投資は、その担い手という面からも、また法制度面のインフラ整備という点からも、この時期に定着したといえる。第一に、一九七〇年のベン・セントラル鉄道倒産である。この倒産劇は、当時最大級のものであり多数の債券を発行していたために多くのバルチャー投資家が参入し、その後のリストラクチュアリングによって巨額の利益を手にすることとなったが、その中には、八〇年代に「ジャンク債の帝王」として名をはせることになるドレクセル・バーナム・ランベールのマイケル・ミルケンなども含まれていた。すなわち、デイトレス市場とジャンク債市場は、その担い手という面で重なり合うことになるのである。そして、彼らは鉄道業だけでなく、エネルギーや鉄鋼といった旧来型産業部門における経営不振企業を広く投資対象としていくのである。

第二に、不動産投資信託（REIT）の危機である。七四年の不動産市況の暴落は数百のREITに壊滅的な打撃を与えたが、これら暴落したREITもバルチャー投資の対象となった。バルチャー投資家たちは額面の数分の一にまで暴落したREITを買い集め、その後のインフレによる資産価格上昇で利益を得た。とくに、その後「墓場のダンサー」として知られることになるサミュエル・ゼルや乗っ取り屋として有名になるカール・アイカーンなどもそこに含まれている。

第三に、法制度の変化として、一九七八年連邦倒産法が成立したことが挙げられる。同法以前には、倒産企業の経営者は経営権を管財人に委譲するとともに、更生計画案の承認には各クラスの債権者の一〇〇%承認を得ることとされていた。しかし、新法のチャプター・イレブンでは、経営陣は業務を継続することができる（DIP制度）とともに、更生計画案の承認も各クラスの債権の額面金額の三分の二以上かつ債権者数の過半数の賛成票を得ればすむこととされたために、これまでよりもはるかに更生が容易になった。また、新法では更生計画案の策定が当事者主導で進められるようになったため、バルチャー投資家も倒産手続き過程の推移を確かめながら投資判断を下すのではなく、逆に早い段階で投資し、その上で倒産手続き過程に介入し、自己に有利な更生計画を策定していくものとなった。⁽¹⁴⁾ すなわち、パッシブな投資姿勢からアクティブなものへと変化したわけであるが、その際更生計画案を否決できるブロッキング・ポジション（額面金額の三分の二）の債権を買い集めることが重要な投資戦略となった。したがって、バルチャー投資家には相当の資金力が必要とされるようになり、パートナーシップ形態などのバルチャー・ファンドの組成が求められるようになったのである。

まとめ

以上のように、米国でのハイ・イールド債市場の形成とバルチャー投資市場の確立は、ともに一九七〇年代であり、时期的にも軌を一にしている。しかし、重要な点はこの両者がその後も両々相俟って発展していったことである。すなわち、八〇年代の米国証券市場の大きなトピックスはハイ・イールド債市場の拡大であるが、その後にはバルチャー投資の活性化とディストレスト証券市場の拡大という事実がある。つまり、ハイ・イールド債市場の拡大は、それ以上にハイ・リスクな証券市場の定着・拡大という下支えの上に展開したといえる。

注

- (1) アルトマンは、ハイ・イールド債という概念は一九七〇年代後半からのものであるとしている。Edward I. Altman & Scott A. Nammacher, "Investing in Junk Bond-Inside the High Yield Debt Market", John Wiley & Sons, 1988, p. 39, (邦訳 内堀節夫・黒沢義孝『ジャンク・ボンドー高利回り債券の投資戦略』、東洋経済新報社、一九八八年、三三三ページ)、参照。また、米国議会報告書は、ハイ・イールド債の最初の新規発行を一九七七年と特定している。U. S. Congress, House, Committee on Energy and Commerce, "The Role of High Yield Bond (Junk Bond) in Capital Markets and Corporate Takeovers: Public Policy Implications, Dec. 1985, p. 5, 参照。
- (2) 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、による。
- (3) また、ジャンク債という言い方もされるが、ジャンク債とは一九七〇年代後半まで、発行時に投資適格債であったものがその後の格下げによって投資適格を下回るようになったもので、いわゆる「落ちた天使」("fallen angel")を主に指していたといわれるが、七〇年代後半以降、新規発行のハイ・イールド債がこれにとって代わるようになる。しかし、現在でもハイ・イールド債の引受証券会社は、ジャンク債という呼び方をあまり使わないように見受けられる。

- (4) これについて、ブルックは「リーマン・ブラザーズ社は、……しよせんこの仕事(ハイ・イールド債の引受を指す[引受者])は格式高い名門には投機的な要素が強すぎて向いていなかった」と述べ、関係者の次のような証言を紹介している。「リーマンで懸念したのは、たとえばゼネラル・フードのような超優良企業が、自社の幹事をつとめる引受業者がジャンクボンドのような下等な商品を扱うのを見て何と考えるだろうか、ということだった。格式高い名門は、この分野に手を出すのをためらった。優良企業の顧客を逃したくなかったからだ」。Connie Bruck, "The Predators' Ball", 1988, p. 48 (邦訳、三原淳雄・土屋安衛訳『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)。
- (5) その意味で、七〇年代後半のハイ・イールド債市場の形成要因のひとつとして、七四年のエリサ法制定を指摘する見方もある。エリサ法によって、企業は年金基金の十分な積み立てを求められ、巨額の投資資金が生み出されたからである。これについては、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』、第一一一号、一九九五年一月、一六一―三ページ、参照。
- (6) これについては、C. Bruck (1988)に詳しく、以下の叙述もこれに依っている。
- (7) "The New York Times", April 14, 1985.
- (8) Securities Exchange Commission, "Nom Investment Grade Debt as Source of Tender Offer Financing," Office of Chief Economist, Washington DC, June 20, 1986, への調査結果を、前出のAltman & Nammacher (1988), p. 183 (邦訳、一六〇ページ)に紹介されている。
- (9) General Accounting Office, "Financial Markets: Issuers, Purchasers, and Purposes of High Yield, Non-Investment Grade

Bonds," Feb. 1988.

- (10) U. S. Congress, House (1985), p. 24.
- (11) Altman & Namnacher (1988), p. 184 (邦訳、一六一ページ)
- (12) 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』第四一巻、第三号、一九九〇年九月、参照。
- (13) これについては、拙稿「米國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、参照。また、ドレクセル社は、新分野の成長企業に対する格付のあり方が保守的であることを批判し、もし全米の公開企業に格付を適用した八五%が投資適格を下回るという試算を行っている。U. S. Congress, House (1985), p. 7.
- (14) バルチャー投資家のさまざまな投資手法については、Hilary Rosenberg, "The Vulture Investors" (邦訳、伴百江・松尾由美・松尾順介訳「ハゲタカ投資家」、日本経済新聞社、二〇〇〇年)、参照。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)