

# 米国の社債発行市場について

## 1. は し が き

米国における起債市場の発達と比較的新しく、一般企業の長期資金調達がほぼ現在のような形で行なわれるようになったのは、19世紀の後半以降とされている。南北戦争の終了から第1次大戦にかけての米国経済の急速な拡大と、各種大企業の形成とは、これをささえる独自の資本市場を発達させたが、これはさらに1929年の大恐慌を契機とする各種の法的規制の整備を通じて、現行のような形を整えるに至った。

現在米国の起債市場は、商業銀行と分離された別個の投資銀行を仲介機関とし、生命保険会社、年金基金などをはじめとする各種投資機関、一般個人、法人などからなる幅の広い投資家層を有し、これらを基盤として広範な公開市場が発達していること、発行市場と流通市場とがともに高度に組織、整備されていること、投資家の保護が行きとどいていること、などにその大きな特色が認められる。かかる市場を背景として、一般企業の長期資金調達も、わが国の場合と異なって社債によるものが銀行借入、株式発行によるものを一般に上回り、企業と投資銀行との関係もまたきわめて密接である（第1表）。

わが国においても、戦後の起債市場を大きく変革した昭和23年の証券取引法をはじめとし、戦後米国の制度が大幅に輸入されたが、さらに金融正常化の一環として社債市場の育成、直接投資の増大が唱えられるおりから、米国の起債市場はこれに一つのモデルを提供するものと思われる。同時に米国の起債市場は、米国経済独自の発展に即して形成されてきたものであり、その理解はとくに

わが国起債市場の実情との相違を知る上にも、またきわめて必要といわねばならない。

他方近年におけるわが国経済の急速な成長は、米国においても高く評価されており、米国投資家の対日投資意欲は貿易・為替自由化の進展と相まって、近來とみに増大しつつあると伝えられる。かかる情勢から、電力、鉄鋼をはじめとするわが国企業の間では、近年頭打ちの感のある世銀借款に加えて、米国市場における外債発行を計画しており、米国の起債市場についての関心は、このような実際面からも高まりつつある。

本稿は、米国の資本市場についての一般的紹介が比較的乏しい現状にかんがみ、その一端として米国における社債発行市場の仕組みを紹介し、これに必要な範囲で社債一般についての事項に触れたものである。

（第1表） 企業の資金源泉

（単位・億ドル）

区 分	1950年	1955年	1956年	1957年	1958年
合 計	442	503	442	401	310
内 部 資 金	208	266	279	285	275
外 部 長 期 資 金	42	86	111	121	110
株 式	17	27	30	34	35
社 債	20	42	48	75	65
そ の 他	5	17	33	12	10
短 期 資 金	192	151	52	5	75
銀 行 借 入	21	37	19	6	20
そ の 他	171	114	33	11	55

（注）金融機関を除く。

資料：Statistical Abstract of the U.S. 1959.

## 2. 米国の社債

はじめに米国で一般に行なわれている社債の形態、条件、発行方法、その経費などについて簡単

に触れておきたい。

### (1) 社債の形態と条件

米国の社債はその発行形態によって、無記名式の利札付社債 (Coupon Bond) と記名式の完全登録社債 (Fully Registered Bond)、および元本についてのみ記名、登録のなされる元本登録社債 (Registered Coupon Bond) の3者に分類されるが、利用度としては利札付社債が最も大きいといわれている。登録社債の場合も元本につき本券が発行されるが、その譲渡には裏書とともに銀行、信託機関などの登録機関の管理する社債原簿の書替を必要とする。

社債券は通常1,000ドルを単位として発行され、年2回、利払が行なわれる。

社債の存続期間は発行目的、企業の性格などにより一定しないが、一般事業債で10年～20年、公益事業債で30年～40年が普通とされている。多くの場合、発行者は一定額を減債基金により期限前に減債する義務を負うが、発行者の発意に基づく任意的期限前償還を約定する場合もある。

社債の担保形態はきわめて多岐であるが、一流企業の社債は多くの場合、特定の物上担保を伴わない無担保社債 (Debenture) として発行される。特定担保を付するものとしては、発行者所有の不動産の上に抵当権を設定する担保付社債 (Mortgage Bond)、発行者所有の有価証券の上に質権を設定する証券担保付社債 (Collateral Trust Bond)、新規に購入される鉄道設備を引当として発行される設備信託債券 (Equipment Trust Certificate) などが一般に利用されており、人的保証を伴ったものとしては親会社、政府などの保証による保証付社債 (Guaranteed Bond) が鉄道部門を主に若干行なわれている。

株式の要素をある程度取り入れたものとしては、所有者の選択により株式への転換を認める転換社債 (Convertible Bond) がかなり利用されて

おり、1948～52年の5年間に公募された工業債の17.6%が、この形態をとっている。転換社債は成長企業の建設期、業況の変動の大きい企業の不況期、あるいは社債市場全体が一時的に不振な時期などに多く用いられ、業種としては公益事業債、鉄道債よりも工業債が多い。転換比率は額面株の場合は額面又は株数の比率、無額面株の場合は一株の価格をそれぞれ基準としてあらかじめ定められ、転換権の行使期間も発行後数年目から満期前数年前までに限定される例が多い。なお株式の要素を取り入れたものとしてはこのほかに、一定以上の収益を利払の条件とする収益社債 (Income Bond)、確定利子のほかに、一定以上の収益を条件に追加配当を行なう利益参加社債 (Participating Bond) などがあるが、いずれもあまり利用されていない。

### (2) 社債の発行方法

社債の発行方法には、公開市場において一般に売り出される公募 (Public Offer) と、公開市場を通さず、直接に投資機関または個人などに売り渡される私募 (Private Offer) とがある (第2表)。

公募債は年々の起債の約2%にあたるが、市場における消化を確実にし、発行条件を市場の動向に適合させる見地から、そのほとんどが投資銀行 (Investment Banker) の引受によって発行されている。投資銀行の扱う起債は通常、著名企業の相当まとまった起債に限られており、したがって公募債のほとんどは大企業の優良債である。

私募の大部分を占めるのは、生命保険会社、年金基金などの機関投資家に直接売却される直接引受 (Direct Placement) で、1933年証券法による公募の厳格な規制と近年におけるこれら機関投資家の発展に伴って、その比重は増大しつつある。直接引受には投資銀行の斡旋を経由するものと全く双方間の個別交渉によるものがあるが、一般に投資銀行を利用する機会が多いとされている。

直接引受以外の私募としては、株主、従業員、顧客などに対する縁故募集があり、主として中小企業において利用されている。

(第2表) 社債の発行

(単位・百万ドル)

年 間	社 債		
	計	公 募	私 募
1941年	2,389	1,578	811
1946年	4,881	3,019	1,862
1951年	5,691	2,364	3,326
1957年	9,957	6,118	3,839
1958年	9,653	6,332	3,320
1959年	7,253	3,556	3,697

資料：Federal Reserve Bulletin。

## (3) 社債の発行費用

社債の発行費用は、表面利率および発行差額、引受手数料、直接経費などによって決定され、起債の性質、時期などによって著しく異なる。

## イ. 表面利率および発行差額

社債は通常額面で発行されるが、割引発行あるいはプレミアム発行も広く行なわれている。

表面利率は発行当時の市場の実勢、同種債の市場利回りなどを勘案して決定されるが、発行者の信用、当該社債の市場性、償還年限などによって大きく影響される。たとえば優良企業の社債の利率は、通常償還期限の同じ国債のそれをわずかに上回る水準にあり、また私募債の利

(第3表) 社債などの市中利回り

区 分	社 債						長期	株式
	総合	格付別		部門別				
		Aaa	Baa	工業	鉄道	公益事業		
	%	%	%	%	%	%	%	
1957年	4.21	3.89	4.71	4.12	4.32	4.18	3.47	4.35
1958年	4.16	3.79	4.73	3.98	4.39	4.10	3.43	3.97
1959年	4.65	4.38	5.05	4.51	4.75	4.70	4.07	3.23
1960年1月	4.91	4.61	5.34	4.74	5.08	4.92	4.37	3.27
2月	4.88	4.56	5.34	4.71	5.05	4.89	4.22	3.40

資料：Federal Reserve Bulletin。

率は、他の条件が同一ならば公募債のそれよりも若干高いのが普通である。

参考までに、米国における最近の各種社債市中利回りを示せば第3表のとおりである。

## ロ. 引受手数料

引受手数料は公募の場合の公募価格と発行者手取額との差額であり、投資銀行の危険負担料、販売手数料、および引受が多数の引受業者によって行なわれる場合、引受幹事に対して支払われる幹事手数料(引受手数料総額の15%程度)などの合計である。引受手数料は当該社債および発行者の性格、引受の形態、市場の状態などによって異なり、たとえば起債規模の大きい場合、減債基金の設けられている場合、発行者が優良企業、成長企業である場合、市場が堅調である場合、発行価格が実勢に比し有利である場合などは、それ以外の場合に比して手数料は割安である。

起債が投資銀行の斡旋によって私募で行なわれる場合にも、斡旋手数料は上記の諸要因によって影響されるが、この場合危険負担がなく、手数も比較的少ないため、その額は公募の引受手数料に比してかなり安い。

## ハ. 直接経費

(第4表) 手数料と直接経費

(いずれも総手取額対比)

起債規模 (単位・百万ドル)	手 数 料		直 接 経 費	
	引受 (公募)	斡旋 (私募)	公 募	私 募
0.3 以下	—	1.86	—	1.49
0.3~0.4	—	1.60	—	1.06
0.5~0.9	7.53	1.31	3.96	0.83
1.0~1.9	5.80	0.97	2.37	0.59
2.0~4.9	2.37	0.69	1.41	0.43
5.0~9.9	1.01	0.49	0.82	0.34
10.0~19.9	0.88	0.31	0.64	0.32
20.0~49.9	0.85	} 0.22	0.48	} 0.22
50.0 以上	0.88		0.32	

資料：SEC; Cost of Floatation of Corporate Securities 1951-55. 本行国債局。

直接経費は登録、販売、会計などに要する費用である。公募の場合は後述のごとく登録を要し、販売費用も大きいので、直接経費は私募の場合よりも通常高い。公募の場合、これらの経費は引受手数料とともに投資銀行に対し支払われる。

参考までに、1951、53、55年の3か年に発行された代表銘柄の引受（斡旋）手数料、および直接経費を示せば第4表のとおりである。

#### (4) 社債利子に対する課税

企業が社債の利払を行なう場合には、当該金額は法人税の課税対象から控除される。この点株主に対する配当が税引後の利益金の中から支払われるのと事情を異にし、近年における法人税率の引上げ（現行52%）に伴って社債発行を増大せしめた一因とされている。

投資家が社債の利払を受けた場合、当該金額は総所得に算入されて所得税の課税対象となる。ただし年金基金など、歳入法によってとくに定められたものに対しては課税されず、これがわが国の米国市場における外債発行に関連して問題とされていることは周知のとおりである。（わが国の外債については、日米租税条約に基づき15%の源泉課税が行なわれるので、応募者利回りはそれだけ低くなる。）

### 3. 社債発行市場の構成

米国において社債の発行市場を構成するのは、発行者たる企業、応募者たる各種投資家のほかに、仲介者として引受、斡旋などにあたる投資銀行があり、また関係機関として、発行者との信託契約に基づいて社債契約の履行を監視する商業銀行や信託会社などの受託者、社債が元利金または元金について登録される場合に設けられる登録機関がある。

#### (1) 発行者

近年米国においては、年々百億ドル近い社債が発行されている。社債を発行するのは各種の企業であり、その種別によって工業債、公益事業債、鉄道債などの区分がなされる。米国においては、かつては鉄道債が社債の主力を占めていたが、その後各種交通機関との競争、政府の厳重な統制などのためにその比重は漸次低下、代って電気事業を中心とする公益事業債、電話事業を中心とする通信債などが近年増大する傾向にある。

社債の発行は原則として自由であるが、公益事業債、鉄道債については各州法、公益事業持株会社法、運輸法などの特別法によって、関係官庁の認可を要する場合がある。

(第5表) 企業の起債

(単位・百万ドル、月平均)

区分	計	工業	鉱業	公益事業	鉄道	通信	不動産及金融
1941年	222			113	31		8
1946年	575			180	59		27
1951年	645	260		205	28	51	44
1957年	1,074	353	24	328	29	122	150
1958年	963	293	21	317	20	119	91
1959年	817	176	15	270	15	60	153

(注) 株式を含む。

資料: Business Statistics 1959およびSurvey of Current Business.

#### (2) 応募者

これら社債を購入する投資家には、第1に証券投資を主要目的として設立された貯蓄銀行、信託会社、投資信託などの各種投資機関、第2に本来の業務のための手段として大量の証券投資を行なっている生命保険会社、商業銀行、各種の年金基金などの諸団体、第3にこれら専門機関以外の一般の個人法人投資家の三つのクラスがある。第1次大戦の戦債募集を契機として、個人の証券投資は大きく増大したが、その後1929年の恐慌とそれに続く不況期とは、社債利回りの低下、地方債をはじめとする免税債券の普及と相まって、個人投資家の社債投資を急激に減少せしめ、これに代っ

て各種機関投資家による間接投資の比重が漸次増大している。現在最も大きな機関投資家は生命保険会社であるが、最近特に各種年金基金の進出が目ざましく、個人投資家の直接投資は全体の5%程度に減少したといわれる。

(第6表) 主要投資機関の社債投資

(1958年末現在)

区 分	生命保 険会社	年 金 基 金	相 互 貯 蓄 銀 行	信 託 会 社	投 資 会 社
社 債 保 有 高 (億ドル)	431	116	32	23	10
保有資産中の構成比 (%)	40.1	54.5	8.4	4.7	6.6
本 表 中 の 比 重 (%)	70	19	5	4	2

\* 商業銀行の信託部門を含む。

資料：フィラデルフィア連銀 Business Review, Nov. 1959.

### (3) 受託者および登録機関

受託者は一般社債権者の利益を保護するため、発行者との間に信託契約を結び、これに基づいて発行者の債務履行を監視するとともに、特定の担保が付せられている場合はこれを管理する機関である。また受託者は減債基金が設けられている場合には、その管理者をも兼ねる場合が多い。

登録機関は完全登録社債または元本登録社債が発行される場合に設けられ、社債原簿の管理と名義の書替、権利者への利払、記録の保管などを行なう。登録機関となるのは銀行および信託会社で、受託者がこれを兼ねる場合もある。

## 4. 投資銀行の性格と機能

投資銀行は社債の発行を仲介する機関で、起債が公開市場を通じて行われる場合にはその引受、分売を行い、また起債が大口投資家の直接引受で行なわれる場合もしばしばその斡旋を行なう。

### (1) 投資銀行の性格と種類

投資銀行は長期資金の需給を仲介することをその任務とするが、米国において、有価証券投資を通じて企業に長期の設備資金を供給する投資銀行

業務 (Investment Banking) と貸付割引などによって短期の運転資金を供給する商業銀行業務 (Commercial Banking) とは必ずしも厳格に区別されていたわけではなく、1933年の銀行法によって両者の分離が行なわれる以前においては、一般の商業銀行もまた有価証券の引受を行ない、他方投資銀行もまた預金の受入れや貸付を行なう例が多かった。また投資銀行は元来債券の発行市場の仲介者たることをその任務とするが、大部分の投資銀行は現在既発行債の流通市場を仲介するブローカー、ディーラーを兼ねており、株式取引所の会員資格を有している場合が多い。

このように投資銀行という名称はいわば過去の名残りであって、商業銀行などのいわゆる銀行とはその性格を異にし、その業務もまたきわめて多岐にわたっている。その規模も区々であって、Morgan Stanley 社、First Boston 社のごとく年間20億ドル以上の引受を行ない、経済界に大きな発言力を有するものから小規模の業者まで、その数は約700といわれている。その支店組織は商業銀行の場合に比してはるかに発達しており、Merrill Lynch 社のごときは全米に129の支店網を有している。さらに多くの投資銀行は支店のない小都市に代理店を設け、あるいはセールスマンを派遣して投資家層の拡大に務めている。

これらの投資銀行のうち、Morgan Stanley 社、Kuhn Loeb 社など少数のものは卸売業者といわれ、起債の引受のみを専業とし、その売りさばきは他の小売業者に行なわせている。また小規模な業者の中には、引受業務を行なわない専門の小売業者もあるが、現在では主要投資銀行の大部分が卸売、小売の両者を兼営している。

卸売、小売を通じ、取り扱う債券の範囲を鉄道債、公益事業債、あるいは貯蓄銀行や年金基金などの投資対象として州法上認められた特殊銘柄 (Legals) などに限定しているものを専門業者と

いう。専門業者は取り扱う銘柄について詳細な知識と経験をもつ反面、投資家の一般的要求に必ずしも応じえず、またその経営が専門分野の市況によって左右される度合も大きい。近年一般の投資銀行は従来に比し、むしろ専門化を避ける傾向にあるといわれる。

## (2) 投資銀行の機能

### イ. 起債の発起および引受

投資銀行の第1の機能は、各種企業および国、地方公共団体などの起債計画に参加し、これを一括して引き受けることにより、各種の分野に長期資金を供給することである。投資銀行はその取捨選択の過程を通じ、長期資金の流れに大きな影響を与える。

公募の場合を例にとって説明すれば、起債を行なおうとする企業はまず大体の計画を策定した後、一般公募分の引受を依頼すべき投資銀行を選び、これに起債内容を示して折衝を開始する。投資銀行は市場の状態と起債計画をにらみ合わせ、ある程度の見通しを得た上、発行者との間で起債総額、証券の種類、利率、引受手数料など、具体的な起債条件を詳細に協議、決定するとともに、発行者と協力して証券取引委員会に提出すべき登録届出書、目論見書などを作成する。

投資銀行は他方、発行者との間に引受契約を結んで発行された社債を一括引き受ける。引受には投資銀行が起債の全部または別途割当後の残額を即時買い取って一般に売りさばき、売れ残りが出れば自己の負担とする方式 (Firm Commitment) が通常利用されるが、場合によっては投資銀行が売りさばきについて最善の努力を約するにとどまる方式 (Best Effort Commitment) が用いられることもある。

通常の場合、引受投資銀行は自ら幹事役となつて他の投資銀行とともに引受グループ (Pur-

chase Group または Underwriting Syndicate) を結成し、危険の分散と販路の拡大を図る。引受グループの構成員は少ない場合は2社、多い場合は100社以上に達する場合もある。

以上のごとく投資銀行と起債企業との間には密接な関係が存在し、投資銀行はしばしば資本参加、経営参加などの方法によって企業の経営について発言力を有する場合がある。現在米国の一流企業は通常数個の投資銀行と密接なつながりを有しており、このつながりは多くの場合、永続的なものとなっている。

### ロ. 引受債券の小売

投資銀行は自らの投資のために債券を保有することはほとんどない。したがって引き受けた債券をできるだけ急速かつ有利に、しかも市場を攪乱することのないように投資家に売りさばくことが、投資銀行の第2の重要な機能となる。この目的のために、投資銀行は生命保険会社、年金基金などをはじめとする各種の有力投資機関と密接な接触を保ち、また膨大な顧客リストによって、一般投資家と絶えず連絡を行なっている。さらに投資銀行は直属のセールスマンを通じて、新たな投資家層の開拓に常に努力している。

起債額が大きい場合には、通常引受グループの幹事によって、販売グループ (Selling Group または Selling Syndicate) が結成される。販売グループを構成するのは主として小売専門の投資銀行であるが、場合によっては引受グループのメンバーもこれに加わることができ、その数は時には数百に達する。これらのメンバーは引受幹事から交付される仮目論見書 (Red Herring Prospectus) に基づいて投資家の申込を受け付け、これを引受幹事に仲介する。

債券の小売と関連し、投資銀行は公募実施直後、当該債券が大量に市場に転売されて値下り

が生じた場合、ある程度の市場安定操作を行なうことを認められている。

#### ハ. 起債の斡旋、代理、その他の機能

以上は社債が公募される場合、投資銀行の営む機能であるが、社債が大口投資家の直接引受によって発行される場合も、投資銀行がその仲介をなすことが多い。この場合投資銀行は引受を行なうことなく、証券取引についての熟練と投資家との接触を利用して、発行者に対し適当な大口投資家を斡旋し、またその代理として引受条件の折衝、契約の締結などにあたる。近來機関投資家の進出に伴って、投資銀行の斡旋、代理機能は引受、小売機能と並んで重視される傾向にある。

投資銀行はこのほか、顧客の投資相談、財産管理、証券の依託売買など、各種の助言、サービスを行なっている。また投資銀行は通常、ブローカー、ディーラーの資格で流通市場において常時相当量の取引を行なっているが、これは市場安定操作として行なう場合、新規債の販売と引換に引き取った既発行債を処分する場合、顧客から手持証券の処分を依託された場合などのほか、市場の変動を利用して積極的に利益をあげる目的でなされる場合も多い。

## 5. 社債発行に関する法的規制

米国において起債市場がほぼ現在のような形をとるに至ったのは南北戦争以降であり、それまでは国内の資本蓄積の不足から、政府、州あるいは鉄道などの少数の起債が、英国をはじめとする外国資本および国内の貿易商、銀行家などによって私的に引き受けられていたにすぎなかった。南北戦争の戦費調達を契機として、公募方式による起債が徐々に現われたが、これは国内における資本蓄積の進行と相まって投資銀行の発達を促し、この傾向はその後の鉄道建設ブームと大企業の形成

とによってさらに促進された。前記のごとくこの時期においては、投資銀行と商業銀行の区分は必ずしも明確ではなく、その営業もほとんど野放しに近い状態にあったが、この間における一般投資家層の拡大と不正起債、投機的取引の横行とは、数度の恐慌を契機としてようやく一般投資家の保護と投資銀行業務の規制とを必要ならしめた。1911年には州法による取締りの嚆矢としてカンサス州の青空法 (Blue Sky Law) が制定されたが、さらに大恐慌の後をうけたニュー・ディールの一環として、1933年の銀行法 (Glass Steagall Act) による投資銀行業務と商業銀行業務の分離が行なわれ、起債市場も1933年の証券法 (Securities Act)、1934年の証券取引法 (Securities Exchange Act)、1939年の信託法 (Trust Indenture Act) などによって全国的に規制され、その内容も漸次整備されるに至った。

これら各種の法的規制の中から、とくに社債の発行に関係の深い部分を紹介すれば次のとおりである。

### (1) 青空法

青空法は青空以外になんらの基礎をもたないような詐欺的起債から、一般投資家を保護するために各州ごとに制定されているものである。その内容も州によって区々であるが、通常次の三つの規制の全部または一部を含んでいる。

#### イ. 証券業者の登録ないし免許

これは有価証券の売買を業とする各種の証券業者に対し、その事業内容、資産状態などについての資料を定期的に州当局に提出し、あるいは一定金額の担保を供託して登録ないし免許を受けることを要求するもので、取扱業者の面から証券取引の健全性を確保しようとするものである。

#### ロ. 起債の登録

これは債券の発行者あるいは取扱投資銀行に

対し、発行者の資産状態、起債の内容など一定事項を事前に州当局に登録することを命ずるもので、債券自体の面から不健全な起債を取り締まることを目的としたものである。登録が有効に行なわれるまでは債券の売りさばきは許されず、州当局は詐欺行為または法令違反の恐れがある場合には、当該起債を延期、または中止させる権限をもつ。

#### ハ. 詐欺行為の取締り

これは詐欺的な疑いのある起債について、州当局に対して広範な調査、検察権限を与えるもので、前2者が事前の取締りに重点をおくのに対し、もっぱら事後的な取締りを目的とするものである。

なお公益事業、金融業など、その健全性が営業面から別途保証されているものや、発行者と応募者との間にあらかじめ密接な関係のある私募の場合には、これらの手続は免除される例が多い。

### (2) 1933年証券法

この法律は、1920年代にはいって上記青空法の規制を免れるために、他州の投資家に対し通信その他の方法で不健全な起債を行なう例が多くなったのに対処して制定されたもので、もっぱら青空法の規制外の起債についてのみ適用される。その定める手続は次の二つである。

#### イ. 起債の登録

二以上の州にわたる起債を行なおうとする場合、発行者は証券取引委員会（SEC）に対し、起債目的、会社の内容などの法定事項を記載した登録届出書（Registration Statement）を提出して、登録を行なわねばならない。登録の効果はとくにその内容に欠陥がある場合を除き、届出書提出後20日目に発効するが、発効前の起債活動は一切禁ぜられ、登録届出書はこの間一般の閲覧に供し、また実費で頒布される。証券取引委員会は、登録届出書の要件に不備が

ある場合には修正勧告書（Deficiency Letter）を送付して補充、訂正を勧告し、また内容に不正または過誤の懸念がある場合には差止命令（Stop Order）を発して登録の発効を停止するなど、各種の権限を与えられている。

#### ロ. 目論見書の添付

投資家に対し当該起債の内容を周知させるため、起債にあたっては登録届出書の主要内容を記載した目論見書（Prospectus）を必ず添付することを要する。

なお以上の条項が適用されるのは公募の場合に限られており、また一回30万ドル未満の起債で証券取引委員会規則の諸条件に適合したものの、連邦、地方政府の保証にかかるもの、その他若干の場合についても適用が除外されている。登録手続は一般にかなりの時間と費用を要するため、この法律の制定は私募の比重を増大させる一つの契機となったといわれている。

### (3) 1939年信託法

第3節で触れたごとく、社債権者の利益は信託契約に基づいて社債権者全体を代表する受託者によって常時守られるのが建前であり、これは上記登録とともに一般投資家保護のための主要な支柱である。信託法は発行者に対する受託者の独立とその義務履行を保障するために制定され、受託者が一定以上の資産を有し、かつ発行者と縁故関係のない法人であること、発行者が受託者に対し、社債所有者のリスト、年次報告、担保財産の公正な評価書などの資料を定期的に交付すべきこと、受託者が社債権者に対し、信託下にある発行者の資産状態などについての年次報告を公表すべきこと、社債契約に不履行があった場合には、受託者は90日以内に社債権者に通知し、その利益を保護するため適当な措置を講ずべきことなどを信託契約の要件としている。

前記証券法による登録義務者は、その登録届出



書中に信託契約の諸条項を記載せねばならず、当該信託契約は、これら信託法上の要件を備えたものでなければ証券法上有効とはみなされない。なお、外国政府およびその下部機関の発行、または保証による起債、100万ドル以下の起債などについては、信託法の適用は免除されている。

#### (4) 特別法による規制と競争入札

電力、ガスなど公益事業の持株会社またはその傘下企業の起債については、公益事業持株会社法 (Public Utilities Holding Company Act of 1935) により、とくに証券取引委員会の厳格な監督に服し、その引受は原則として、投資銀行間の競争入札によらねばならない。この場合投資銀行は定められた時刻に集まって各自の発行条件 (表面利率、引受価格など) を明記した秘密入札を行ない、発行者にとり最も有利な条件を提示したものがその起債を引き受けることとなる。かかる競争入札の法定は、有力会社と少数投資銀行との排他的な結合を排除して一般投資家や顧客の利益を保護するとともに、競争に基づく起債費用の節減、適正化をねらったものであるが、これに反対する立場からは、従来起債企業と投資銀行との間に存在した密接な協力関係を冷却せしめ、企業内容の十分な調査と起債の健全性をかえって危くするのみならず、投資銀行間の競争によつて発行価格を不当に引上げ、不況期の起債を事実上不可能ならしめるものであるという批判が行なわれている。

同様の規制と競争入札制とは、鉄道債の発行についても行なわれているが、現在のところ競争入札制はなお主としてこれら法定された分野にとどまっており、工業債についてはほとんど採用されていない。

## 6. む す び

本文中の各所でも触れたごとく、最近米国の社債発行市場において、いくつかの注目すべき変化が指摘されている。その第1は社債市場における個人投資家の後退と、生命保険会社、投資信託、年金基金など各種機関投資家の比重の増大であり、これは第2の変化たる私募債の増加と相まって、起債市場のいっそうの整備と組織化とを促進しつつあるといわれる。かかる変化は起債の仲介者たる投資銀行の機能にも大きな影響を及ぼし、小売機能の相対的な縮小と斡旋代理機能の拡大強化とが一つの趨勢として指摘されている。第3は引受に際しての競争入札制の採用であり、その範囲はなお一部業種に限られてはいるが、従来の企業と投資銀行との関係を修正するものとして、その動向は注目を要するところである。

以上のごとく、米国の社債発行市場は、初期の私的、投機的市場からその後多くの変遷と法的規制を経て、現在のごとく大規模な、整備された形態を作り上げ、年々100億ドル近い長期資金の調達を可能ならしめている。その制度はもとより米国経済自体の発展過程と密接に結びついたものではあるが、同時に現在の先進諸国における長期資金調達の一つの典型的な形態を示しているといえることができよう。その意味でとくに戦後の改革によってその制度を大幅に取り入れたわが国にとって、米国の社債発行市場の発展と現状とは、多くの示唆に富んだ材料を含むものであり、また、今後予想される外債発行の増大の問題とも関連して、米国の長期資本市場とわが国経済との関係はいっそう緊密化するものと思われる。