

1980年代アメリカの金融構造(上)

—資金循環の側面を中心に—

磯谷 玲

要旨

(1)1980年代アメリカ経済の資金循環から見たひとつの特徴は、「負債化」の進展である。これは一方における株式発行の純減と、他方における負債の増大という二つの事態の複号的な現象であるが、しばしば「負債化」がアメリカ経済衰退と同義のものとして考えられてきた。

(2)しかし株式発行の純減は、換言すれば株式会社による株主への資金供給である。機関投資家と個人投資家と区別してみた場合、この効果、すなわち株式会社による資金供給は個人投資家に集中し、この資金が年金をはじめとした機関投資家に流入した。したがって、こうした資金循環が機関投資家拡大の一つの条件である。

(3)負債の増大は主にアセット・バック証券の増加や高利回り債の増加に原因がある。しかし、高利回り債の内、額にすれば半分以上が成長産業による資金調達である。したがって、この点から考えれば「負債化」は、単純にアメリカ経済衰退と同義に考えられるものではない。

(4)M&Aは、こうした資金循環が現実化する上で「外的強制」としての役割を果たした。(以上、本号)

(以下次号)

(5)機関投資家のハイリスク分野への積極的投資などの投資姿勢は機関投資家の行動を規定した金融環境全体から考えられるべきである。

具体的には、ERISAの存在、政府証券の発行増大とそれにとまなう機関投資家層の保有の拡大などが考えられる。

(6)上記の点は銀行の蓄積行動とも合致していた。

目次

- | | |
|-----------------------|--------------------|
| I. はじめに | 2. 負債割合の上昇 |
| II. 「負債化」現象とマネーフロー | III. M&Aブームとアメリカ経済 |
| 1. アメリカ経済の構造変化と起業プロセス | |

I. はじめに

アメリカ経済はレーガノミックスの下、いわゆる「双子の赤字」の発生・拡大に直面することとなり、また「国際競争力の低下」が問題となった。

他方、金融・資本市場をめぐる特徴としては機関化の進展があげられる。

さらに、こうした状況を踏まえて製造業における競争力の低下が、M&Aを始めとした投機的取引の盛行に結び付いたとする議論も展開された。

しかし、他方では、アメリカの競争力回復を主張する見解も存在する。この見解の一つの特徴は、機関投資家による投資行動が景気回復・競争力回復に大きな影響を与えていると主張するところにある¹⁾。

本稿の目的は、こうした議論の経過を踏まえて、今日のアメリカ経済の性格を明らかにする一つの作業として、1980年代アメリカにおける資金循環を「負債化」という現象に焦点をあてて分析することである。

1) アメリカの国際競争力問題を扱った代表的なものとしては、いわゆる「ヤング・レポート」やCompetitiveness Policy Council, *A Competitiveness Strategy for America: Second Report to the President & Congress*, 1993などがある。また、競争力の低下と投機的取引との関係については、中本悟「アメリカの『双子の赤字』と株式市場」日本証券経済研究所『証券研究』第87巻, 1989年を参照されたい。アメリカの景気回復・競争力回復と機関投資家との関係を論じたものとしては、さしあたり翁百合「アメリカにおける産業金融の潮流とわが国の課題」日本総研『Japan Research Review』vol. 4 No.10, 1994年10月を参照されたい。

II. 「負債化」現象とマネーフロー

1. アメリカ経済の構造変化と起業プロセス

ニューハンプシャー大のWilliam.Wetzel, Jr.,はその議会証言のなかでアメリカ経済の構造変化に関して次のような指摘を行っている²⁾。

(1)アメリカ経済は1979年に重要なマイルストーンを通過した。

(2)それは次の指標による。すなわち、1958～1979年、従業員500以下の企業によって生み出された事業所得のシェアは52%から29%へと下落した。また1954年から1979年までの期間、「フォーチュン500」によって生産されたGNPのシェアは37%から58%へと上昇し、このことを背景として大企業によって支配された「新しい産業国家」に関する関心が高まった。

(3)しかし、1979年から1992年の期間、「フォーチュン500」企業による雇用は25%下落して、ピークの1600万人(1979年)から1200万人(1992年)となった。1979年から1992年に、「みえない起業家」部分は2000万人の新規雇用を創出した。

(4)アメリカの「アトマイゼーション」は60年代・70年代にはじまり、いまや経済成長を目的とする公共政策にとって重要な意味をもつものとなった。

この指摘の(2)と(3)はことなる指標で比較されており、厳密なものとはいえない。しかし、多国籍化が進み、国内経済の「空洞化」や「国際競争力の低下」が問題となった1980年代のアメリカの事情を考えれば、起業活動が多く雇を生み出したという指摘は重要である。

アメリカの大企業は「国際競争力」強化のため、1980年代に大規模な雇用削減・リストラク

チャリングを行った。「空洞化」問題が指摘される中で、社会問題化しつつもリストラを貫行できたのは、こうした起業活動あるいは中小企業によってある程度雇用が創出されていたという背景があったのである。

また成長産業という側面からいっても、マイクロソフト(Microsoft Corp.)やオラクル(Oracle Systems Corp.), サン・マイクロシステムズ(Sun Microsystems, INC.)といった今日の情報処理産業分野の主要勢力もこうした起業活動のなかから育ってきたのである。これらの企業がいずれも1980年代以降に法人として設立されていることは注目に値する。

こうした点からみて、1980年代のアメリカ経済を考える場合、多国籍企業・銀行をはじめとする大手企業の活動とともに、こうした起業活動について検討する必要があるものと思われる。

ここではこうしたことからまずアメリカにお

表1 米国の事業者数等

	総事業者数 ¹⁾	新規資本形成指数	新規企業 ¹⁾	倒産件数	1万社あたりの比率
1970	2442	108.8	264	10748	44
1975	2679		326	11432	43
1980	2780	109.9	532	11742	42
1981	2745		581	16794	61
1982	2806	129.9	566	24908	88
1983	2851		6.2	31334	110
1984	4885	124.8	635	52078	107
1985	4990		663	57078	115
1986	5119	116.4	702	61616	120
1987	6004		685	61111	102
1988	5804	117.5	685	57098	98
1989	7694		677	50361	65
1990	8038	121.3	647	60747	74
1991	8218		629	88140	107
1992	8805	120.9	667	97069	109

(出) U.S. Dept. of Commerce, *Statistical Abstract of the United States 1994*, p.547.

(注1) 単位1000社。

ける起業プロセスについてまず簡単にみることにする。

アメリカ経済の一つの特徴は企業の設立・倒産が非常に活発であることである。

特に1980年代に入って、活発な起業活動が続いている(表1)。

1967年を100とした指標で新規資本形成の推移をみると、1970年代はおおむね110前後を推移していた。1977年から120をこえるようになり、1979年には131.2まで上昇し、1980年代をつうじて120前後を維持していた。

これは起業件数(new business incorporation)の推移をみると一層顕著になる。1970年代には後半の3年間をのぞけば、多い時でも30万社台であったのに対し、1980年代には毎年60万社以上の企業が設立されていたのである。

一方倒産(failure)も増大している。1980年には倒産件数は11,742社であった。これが1985年には57,078社となり以後毎年5万社以上が倒産

図1 アメリカ株式流通市場の組織

市場		証券取引所市場 (約3,500社)	第三・第四市場	店頭市場 (約28,000社) (NASDAQ)
上場・登録企業の規模	大企業	ニューヨーク証券取引所 (2,362)	(NMS) 第三市場： 上場銘柄の店頭取引	NMS (3,258社)
	中堅企業	アメリカン証券取引所 (890社) 地方証券取引所	第四市場： 上場・登録銘柄の機関投資家同 士による取引	SMALL CAP (1,353社)
	中小企業			OTC Bulletin Board (約4,200社) ピンク・シート 銘柄 (約1,300社) ローカル銘柄 (約10,000社)

(注) 社数は1993年末現在
(出所) 証券協議会「株式店頭市場の現場と課題」(1994.7.5)より作成。

しているのである。

こうした起業活動の結果、企業件数も急速に拡大し、1980年には278万社であったが、1990年には803万社となった。

こうした倒産件数が経済の停滞を示しているのか、あるいは企業の活発な新陳代謝を示しているのかという点については意見が分かれるところであろうが、こうした活発な起業活動やそれともなうて創出される雇用がアメリカ経済を下支えしているということは確認できると考える。別の表現を用いれば、アメリカ大企業の多国籍化ともなう「空洞化」の影響を活発な起業活動が緩和しているものであり、このことによって先に引用したWetzelの指摘にもあったように政策的にも非常に大きな意味を持っているものと考えられる。

こうした起業活動の困難のひとつはファイナンスの面に集約される。つまり最初の段階では、資産や確立された生産基盤・営業基盤が存在せず、銀行からの融資に依存すること、あるいは

銀行融資を主な資金源として営業することは困難である。しかもこの段階では企業として成功するか否かも不明である。したがって、投資を行う側からすれば非常にリスクの高い投資をすることになる。

制度的にみた場合、アメリカの株式市場、証券市場は設立期にある企業が発行するリスクの高い証券でも吸収できる柔軟性を有している。

米国では、株式公開自体に利益基準や純資産基準は存在せず、適切なディスクロージャーを行えば、どのような企業でも株式公開が可能である。

これに対応する株式市場も階層的な構造をなしている(図1)。

各市場は公開基準等の面で様々な相違があるが、各企業はその発展段階に対応した市場を選択できるようになっている。だが、企業の規模・業績などからすればニューヨーク証券取引所に上場できるような企業でも公開関連費用などの点からNASDAQにとどまるものも多い。

また社債市場も柔軟な特徴を備えている。たとえば、1980年代半ばに盛んに発行されたジャンクボンドもそのひとつの現れである。ジャンクボンドとは投資適格証券よりもアンダーグレードのものを指す。元本や利子支払の確実性が低いため、高い利率を設定するのである。また私募債の発行も大きい。

ここでは証券制度について論じるのが本旨ではないので、細部については省略するが、こうした柔軟な株式市場によって新規企業が資金調達し、成長する条件が存在する。

1984年から93年にかけての、各証券市場の上場・廃止数をみてみると新規公開はNYSE(ニューヨーク証券取引所)が1071社(うちIPOが828)、AMEX(アメリカン証券取引所)が901社(うちIPOが368)、NASDAQが6377社(うちIPOが3284)となっている。また上場廃止はそれぞれ、889社、885社、5667社である。

後にみるように、株式発行がグロスで見れば一定程度存在していた。そこで大きな位置を占めていたのはこうしたIPOだったのであり、株式市場での資金調達がこれら企業の起業活動を支えていたのである。

だが、株式市場は起業プロセスという点からみれば、最終段階に位置する。企業はシード(Seed)とよばれる最初の段階から、いくつかの段階をへて株式公開にたどりつくのである。この過程で重要な役割をはたすのが、各種のファイナンスであり、証券会社あるいはベンチャー・キャピタルなどの金融機関であり、あるいは「ビジネス・エンジェル」とよばれる個人投資家である。つまり、多様な資本供給の経路が起業プロセスを支えているのである。

したがって、新規企業の資金調達にとって柔軟な制度が不可欠の要素であったとしても、

それだけでは十分な条件といえない。というのはこうである。

新興企業が行う資金調達の形態はジャンク・ボンドの発行にし、株式公開にし非常にリスクが大きく、またそれゆえにリターンも高いという性格をもっている。

制度的に新興企業が資金調達を行う条件はあるとはいえ、それは供給サイド(投資家サイド)でこうしたハイリスク・ハイリターンの商品に投資する投資家層が相当厚く存在していることを条件とするからである。

それゆえここでの問題は、「ビジネス・エンジェル」はおくとしても、ベンチャー・キャピタルというハイリスクをおうタイプの投資家に資金が流入した経路、そしてまた膨大な財政赤字ファイナンスの下でそれが可能になった条件は何かということである。

次節以下で80年代のマネーフローの特徴を「負債割合の上昇」という事態を軸に検討することによって、この問題を検討することにした。

2) EQUITY INVESTMENT, VENTURE CAPITAL AND THE FEDERAL ROLE IN THE AVAILABILITY OF FINANCING FOR HIGH-TECHNOLOGY COMPANIES; Hearings before Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, House of Representatives, 1993, p.139.

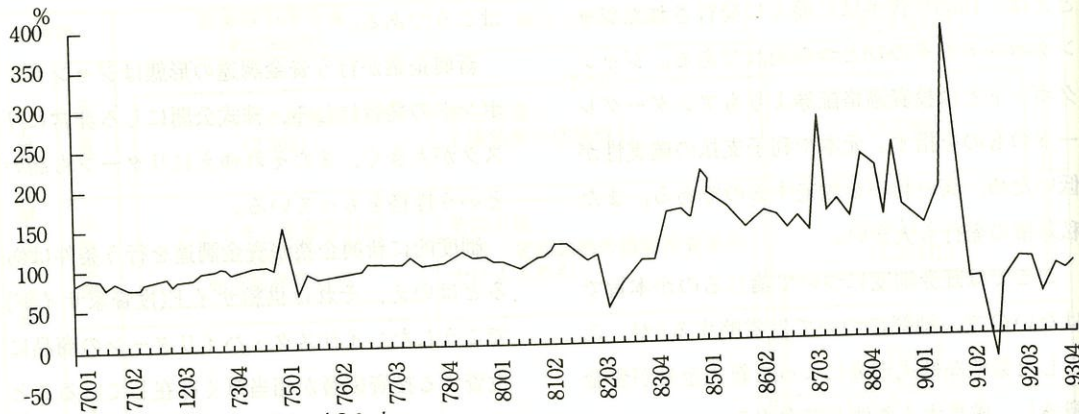
3) この点についてさしあたり、日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場(1955年版)」, 32頁, および54頁以下を参照されたい。

また、ジャンクボンドについては以下の文献を参照されたい。

United States General Accounting Office, High Yield Bonds; Nature of the market and effect on federally insured institutions, 1988.

Frank J. Fabozzi ed., The New High-Yield Debt

図2 負債割合



(出) FRB, Flow of Funds Accounts, Z, 1 and C, 9 release.
 (注1) 外部資金調達率の負債割合 = (Net increase in liabilities - Net new equity issues) / Net increase in liabilities × 100
 (注2) 横軸は四半期をあらわす。たとえば7001は1970年の第1四半期を意味する。

Market, 1990.

特にFabozziのものはハイ・イールド証券市場を、投機や新興産業への資本供給などの多面的な側面から論じており、注目に値するものと思われる。

4) NYSE, AMAX, NASDAQ各々のFact Book各年版。

2. 負債割合の上昇

1980年代のアメリカにおける資金循環の特徴を端的にあらわしているのは、いわゆる「負債化」現象である。なおアメリカ経済の「負債化」といった場合、政府部門における赤字ファイナンスも含まれるが、ここでは企業部門に限定して検討する。

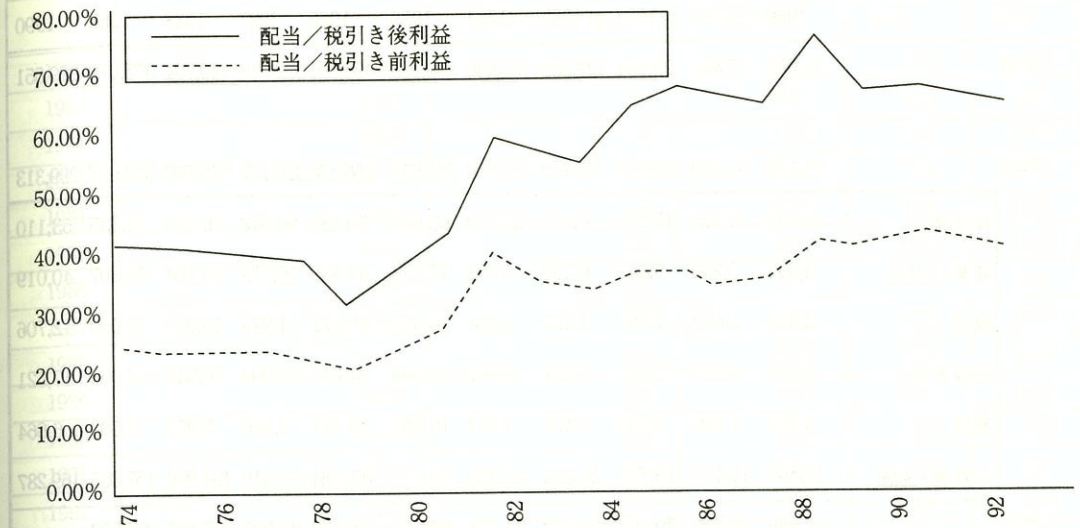
この場合、「負債化」とは外部資金調達における負債割合の上昇を典拠としていわれている(図2)。負債割合とは銀行借入や社債などの負債性手段による外部資金の調達と株式による外部資金の調達との比率として定義されており、通常、利益率が高く成長率が低いほど負債割合は低くなるという関係がみられる。1980年以前のアメリカにおいてもこの点は妥当していたが、80年代にはいって急速に負債割合が上昇したのである。

これは主として、80年代のM&Aブームにおいて債務による資金調達に依存したLBOが活発に行われたことや、また経営者側でもM&Aに対する対抗策という位置付けもあって自社株購入が盛んに行われたことなどによるとされている⁵⁾。

戦後アメリカ経済において株式発行が傾向的・長期的に純減を続けた先例はなく、通常であれば負債割合の急激な上昇は、減少しない株式発行と比しての負債額の急激な増大を意味するものであり、このことは多くの場合当該経済主体の経済事情の悪化を意味することになる。しかし、1980年代後半の負債割合の上昇は、株式発行が相当な規模で純減となったことから、いわば経済実態以上に負債割合が上昇したと考えられる。

したがって、負債割合の上昇を経済事情の悪化に直結させて考えることは妥当ではなく、負債割合の上昇、あるいは「負債化」とよばれる事態を多面的に検討する必要がある。ここではその資金循環の側面に注目して「負債化」現象がアメリカ経済総体のなかでもった意味につい

図3 配当の推移



(出) FRB, Bulletin, various issues.

で考えることにしたい。

株式会社による株式発行の純減という事態は資金循環という側面から考えれば、株式会社による株主への資金供給ととらえることができる。株式会社による資金供給としては自己株購入やM&Aによるもの(これらが株式発行の純減として現れる)と配当によるものがある。

配当額は、80年代において増加傾向をたどり配当性向も80年代をつうじて上昇する傾向がみられた(図3)。これは、相対的な高金利の定着と、こうした高金利に対して株価維持を維持しようとする経営目的との相乗作用の結果である。つまり、各企業は、80年代前半の高金利に対抗して株価を維持するために、配当性向を上昇させる必要があった。金利はその後低下傾向をたどったが、いったん引き上げた配当性向を低下させることは株価維持という面からみて困難であるため、高い配当性向が定着したものと考えられる⁶⁾。

次に株式発行についてみることにする。

株式発行はすでに述べたとおりネットでは91年まで7年間にわたってマイナスであった。株式発行の純減とは、上場廃止や金庫株化する株式が新規発行を上回っているということの意味する。これにはLBOがあった場合の株式も含まれる⁷⁾。

こうした事態は戦後アメリカ経済のなかでも特殊なものである。だがグロスでは一定レベルで発行されている(表2)。最大の発行部門は不動産・金融業である。また、株式公開も活発に行われた。こうした株式公開を含め、株式発行市場が80年代のアメリカ経済において果たした役割は大きなものがある。

しかし、ここでは企業の資金調達という点からみた株式発行の分析は後に行うこととし、ここではまず株式純減という事態についてみることにする。

また、個別企業レベルで負債との関係等の側面を検討することも必要と考えられるが、ここでは株式発行純減という事態がマクロ経済にと

表2 株式・社債の発行状況(グロス) (単位:100万ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
総計	75,685	77,888	92,984	128,289	155,646	239,168	424,591	392,659	410,791	376,478	339,551
社債	55,196	52,539	62,422	76,710	133,018	203,653	256,158	326,157	352,990	318,607	299,313
製造業	15,409	12,325	15,532	10,461	32,710	63,606	90,688	60,642	70,554	76,335	53,110
商業その他	6,693	5,229	5,442	6,230	14,793	17,226	41,849	49,773	62,104	49,307	40,019
輸送	3,329	2,052	1,491	1,124	4,784	6,020	10,222	11,974	10,075	10,050	12,706
公益事業	9,557	8,963	12,327	7,511	10,997	13,599	31,074	23,004	19,318	17,056	17,521
通信	6,683	4,280	2,390	3,406	3,443	10,882	16,441	7,340	5,952	8,503	6,664
不動産・金融	11,569	12,472	19,737	24,850	66,293	92,317	165,884	173,416	184,990	157,355	169,287
株式	20,489	25,349	30,562	51,579	22,628	35,515	68,433	66,505	57,801	57,870	n.a.
製造業	4,839	5,074	5,650	14,135	4,054	5,700	14,234	9,642	6,115	5,069	n.a.
商業その他	5,245	7,557	7,770	13,112	6,277	9,149	9,252	11,461	4,766	4,449	5,026
輸送	549	779	709	2,729	589	1,544	2,392	1,795	845	531	126
公益事業	6,230	5,577	7,517	5,001	1,624	1,966	3,791	3,839	1,581	2,277	4,229
通信	567	1,778	2,227	1,822	419	978	1,504	1,264	448	471	416
不動産・金融	3,059	4,585	6,680	14,781	9,665	16,128	31,647	25,497	28,701	19,250	11,055

(出) FRB, Annual Statistical Digest, various issues.

ってもった意味を考えるために、マネーフロー上の位置付けに限定して検討することにする。

法人事業会社をのぞくと、株式の発行・取得に関係する主なセクターは、家計と機関投資家である。一般に機関投資家といえ、銀行も含めるのが通例と思われるが、株式をめぐるマネーフローという点⁸⁾からここでは商業銀行をのぞく非銀行金融仲介機関に限定して考えることにする。このそれぞれのセクターのフローベースでみた金融資産取得は次のような特徴をもつ。

まず家計についてみるとフローの金融資産取得は次のように推移している(表3)。

株式取得は80年代をつうじて一貫してマイナスであった。1980年から91年の累計では8575億ドルにのぼる額の株式が家計部門によって売却されている。

対照的に、保険・年金は著しい増加をみた。1980年から91年にかけての累計では約2兆2150億ドルが保険・年金準備として取得されている。つまり、換言すれば、家計から上記の額が家計から保険・年金に流入したことになる。

また銀行預金は1980年から91年までおおむね1000億ドル台後半から2000億ドル台前半の推移となっているが、84年に2652億ドルを記録した後、低下傾向が続いている。銀行預金は1982年

表3 家計の金融資産 (億ドル)

	取得金融資産合計				
	生命保険準備	年金準備	株式	預金	
1980	244	97	1088	-123	1528
1981	2649	92	1087	-435	1863
1982	2914	72	1463	-232	1729
1983	3853	80	1682	-226	1667
1984	4098	52	1572	-668	2542
1985	5265	107	2717	-1112	1249
1986	5109	175	2891	-1039	2065
1987	4323	260	2013	-1026	1120
1988	4343	253	1323	-926	1618
1989	5349	288	3212	-1091	1422
1990	4646	257	1651	-217	718
1991	4315	257	3603	-338	-433
1992	5259	273	2497	438	-293
1993	4972	352	3092	-331	-207
1994	5264	201	1139	-890	444

(出) FRB, Flow of Funds Accounts. ただし80~82年は91年第4四半期分, 83年以降は94年第4四半期分より作成。

(注) 数値はすべてネット・フロー。なお、全項目を示していないため、取得金融資産合計と個々の項目の合計とは一致しない。

までは年金準備を上回っていたが、1983年以降は年金準備が銀行預金を上回った年が多いことも注目すべきことである。

次に同じ1980年から91年にかけての期間で機関投資家についてみると、次のような特徴がある。

まず株式取得であるが、機関投資家も株式保有全体に占める比率は高いのにも関わらず、家計部門とは対照的に株式取得は減少していない。88年を除けば毎年新規取得を行っている。91年以降は株式発行がネットでプラスとなっているので取得額が増加するのは当然としても、80年代において安定した水準を維持していたことは注目に値する。つまり、機関投資家からは企業に対して株式取得という形で、安定的に一定の資金が提供されていたことを意味している。

また、この期間、負債性商品への投資も政府

証券(財務省証券および政府機関債)ならびに社債に対する投資を中心として拡大している。機関投資家の政府証券投資は1980年代に拡大した財政赤字をファイナンスするための大きな条件となったのであり、いわば機関投資家の投資行動がアメリカ経済を支える条件であったことがこの面からもみてとることができる。

機関投資家の負債面では、保険・年金準備金が主で、その他貯蓄預金とマネー・マーケット・ファンドによるものが大きい。

したがって、この期のアメリカ経済における株式純減に関係するマネーフローの特徴は次のようになる。

まず、株式発行の純減は、新規金融資産の取得という点からみれば家計部門に集中した。通常であれば、家計から株式会社に資金が流入するのだが、上述したように80年代においては株式会社から家計へと資金が流入した。

表4 社債の発行状況 (種類別)

(億ドル)

	普通社債		転換社債	資産担保社債	合計
		ハイ・イールド・ボンド			
1980	367	14	44	5	40
1981	351	15	47	5	418
1982	395	25	32	11	463
1983	374	74	61	84	593
1984	532	140	41	121	834
1985	764	142	75	208	1189
1986	1498	319	101	678	2596
1987	1178	281	99	917	2475
1988	1203	277	31	1138	2649
1989	1341	253	55	1353	3002
1990	1069	14	48	1789	2920
1991	2005	100	75	3003	5183
1992	3097	382	70	4278	7827
1993	4325	543	93	4793	9754

(出) Securities Industry Association, *Fact Book* 1994.p.12その他より作成。
 (注) 引受実績による数値。

次に、こうした家計部門に流入した資本が、本来の余剰分に加えて保険・年金といった機関投資家に流入することとなった。

銀行への資金流入は80年代を通じて一定ないしは低下傾向にあったから、自社株購入等による株式発行純減の効果は銀行以外の機関投資家に集中することになった。80年代をつうじて機関投資家が急速に成長したが、それはこうしたマネーフローの結果であると考えられる。

「負債化」現象の一方の極である株式の純減という事態がマネーフローという側面においてもつ意味は以上述べた点にあると考えられるが、次に「負債化」のもう一方の極である負債の増大という点について、民間部門の証券形態での資金調達構造という側面から検討することにする。

80年代における民間部門のグロスの証券発行状況を示したのが先に示した表2である。

ここからわかることは、第一に株式市場における発行は上述したようにネットではマイナスであったがグロスでみた場合一定の発行高が存在することである。

第二に、債券発行は1983年までは株式と類似した発行動向で推移したのに対し、84年以降急激に発行高が増加した。このことによって負債割合が急上昇したことはすでにみたとおりである。

問題はこうした債券発行によって調達された資金がどのような目的に向けられたかである。この点については従来、こうした負債の急増をLBOと結びつけてとらえることによって「投機化」の進展であるとし、それをアメリカ経済の衰退や、国際競争力の低下の根拠として理解する傾向があるように思われる¹⁰⁾。この点を調べるために、公募発行の債券種類別の推移をみると、次のような特徴があることがわかる

(表4)。

第一に、84-5年を画期としてアセット・バック証券(Asset-Backed Securities)の発行が急増しており、89年以降では普通社債の発行額を上回る規模に成長している。この点からみれば、アセット・バック証券の発行増加が、数字としての負債の急増、したがってまた負債割合の急増に大きく寄与したことは明白である。アセット・バック証券は既存のローン等の資産をプールし、リパッケージして投資家に売却するもので、80年代に展開した新しい現象の一つである。

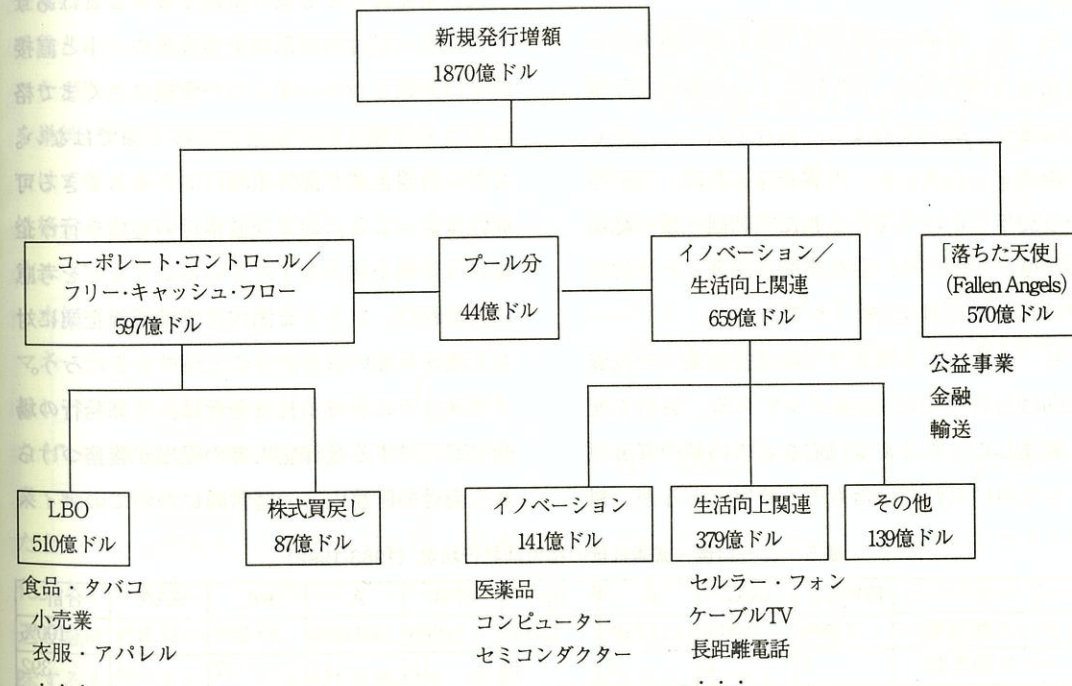
1980年代におけるアセット・バック証券の爆発的な増加の背景・要因については次のような整理がある。1970年代後半の金利高騰時にもなつて、預金金融機関、特にS&Lは大量の資金

流出に直面した。S&Lは30年満期の固定金利住宅モーゲージに対する与信を、規制によって上限が決められた短期の預金によって行っていたため、逆ざやや資金不足問題が生じた。こうした資産・負債の金利感応度の違いを調節するために住宅モーゲージの証券化・流動化がはかられたのである。

この時期には、銀行も途上国向け貸し出しの不良債権化などを経験し、大手銀行の格付は低下した。加えて、銀行に対する自己資本比率規制が導入された結果、銀行は自己資本節約のために資産のオフバランス化をすすめた。これが第一点である。

第二に、コンピューターや通信技術の発展を基礎とした金融技術の発展がある。多くの小口債権をプールする前提として、個々の債権の状

図4 ハイ・イールド・ボンドの使途 (1983-89)



(出) Frank J. Fabozzi, *The New High-Yield Debt Market*, 1990.p.6

ただし原資料は Securities Date Co. and Morgan Stanley & Co.Inc.

況を把握する必要があるが、80年代に発展した金融技術が証券化に対する技術的基礎を与えたのである。

以上が金融機関の側の事情であるとするれば、第三に投資家サイドでも証券化商品に対する需要が高まった。80年代において多くの企業が多角化・新規事業に失敗していたことを背景として、従来型の証券から、キャッシュ・フローがすでに明確である特定債権を証券化したものへの需要が相対的に高くなったのである。

さらに第四の要因として流通市場が整備されたことも指摘されている¹¹⁾。

以上の点からも明らかなようにアセット・バック証券の拡大は、金融環境の変化のなかでの金融機関の対応の結果という性格が強い。従って、それ自体をとりだして国際競争力の低下やアメリカ経済の衰退と結びつけて理解することはできない。

第二に、普通社債のなかで高利回り債の占める比重も増大した。(図4)こうした高利回り債の用途は、LBOであるといわれていた。しかしモルガン・スタンレーの調査によれば、1983年から89年にかけて発行された高利回り債の総額1870億ドルのうち、会社支配に関連した目的に向けられたのは597億ドルであった。イノベーションや生活向上関連など高成長産業への投資に向けられたのは659億ドルである。会社支配に関連した、たとえばLBOなどの活動の資金源として用いられていたものも事実であるが、額

としてはそれ以上が高成長産業への投資に向けられたのである。

したがってこの二点からいえば、負債の急増という事態だけからアメリカの国際競争力の低下やアメリカ経済の衰退という結論を導くことはできないものと考えられる。むしろ、金融環境の変化に対する対応ということなどからいえば、その柔軟な対応が評価されるのではないだろうか。

また、1983年から92年にかけての社債発行を格付別にみたものが(表5)である。

普通社債の場合とユーロ債の場合とを比較すると、普通社債の方が低い格付による発行が多い。ユーロ債の場合は格付がAAAが17.35%、BBBまでで96.17%を占める。これにたいし普通社債はAAAが3.95%、BBB以上が76.88%となっており、格付がBB以下の起債も23.49%ある。

大企業であっても低い格付となることはありうるから、格付の高低は企業規模の大小と直接的には一致しない。またこの数値はあくまで格付ごとの分類であり企業ごとの分類ではない。だが、新規企業が海外市場にアクセスできる可能性は低いこと、および低格付の起債を行う企業には新規企業が含まれていることなどを考慮に入れれば、アメリカ国内市場は新規企業に対して開かれているということができよう。

アメリカにおける社債発行は、公募発行の場合SECに対する登録届出書の提出が義務づけられ、会社の財務内容や経営陣についてのディス

クロージャーが求められるが、発行は原則自由である。また株式発行も適切なディスクロージャーさえ行われていれば、どのような企業であっても発行することができる。上記の格付別の発行動向はこれを裏付けるものといえよう。

80年代のアメリカ経済を支えた要因の一つは、株式発行や高利回り債の発行をつうじて新興企業・産業が証券市場にアクセスし、資金調達できたことである。

実績がうすく、資産も十分に形成されていない新規企業が資金調達をする場合、銀行融資や適格債による資金調達には限界がある。初期の段階で資金調達できる条件が整備されていたことが、ベンチャー・ビジネスに成長の条件を与えたのである。

以上検討してきたことから、負債の増大は、その実態をみればアセット・バック証券や新興企業の資金調達手段、あるいは投機資金の調達手段といった多面的な性格を有しているということが明らかとなった。したがって負債の増大を単純に経済の衰退や国際競争力の低下と結びつけて考えることは誤りであり、その多面的な性格をみとめることが必要であるといえるだろう。

本節での分析からいえることは、1980年代のマネーフローのひとつの特徴が、個々の株式会社レベルでの過剰資本が、株主へという経路をたどって機関投資家に集中し、これが成長産業・企業に株式・社債投資という形で供給されたということであり、したがってまた、「負債化」という事態は、一面的にアメリカ経済の衰退を意味するものでなく、あるいは投機化を意味するものでもなく、高成長の新興企業・産業への資金供給という性格をもっていたということである。

- 5) この点について詳しくは根津智治「日米主要企業の資本構成」日本開発銀行設備投資研究所『経済経営研究』vol.12-2,平成3年,44頁を参照されたい。
- 6) 日本開発銀行調査部「80年代のマネーフローと今後の企業金融」日本開発銀行調査部『調査』第162号(1992年7月),90頁。
- 7) 連邦準備制度理事会が公表している資金循環勘定において株式発行額のマイナス項目として参入される主な項目は株式償却、金庫株(Treasury Stock)、上場廃止等である。
- 8) アメリカでは周知のように1933年銀行法を起点とする銀行業に対する規制の下で、銀行の株式保有は非常に強く制限されている。
- 9) 84年以降、銀行融資は時期によって相違があるが、横ばいしないし減傾向にあり、いわゆる「負債化」減少の中軸的な地位を占めているものではないと考えられるので、ここでは証券形態による資金調達を検討の対象とする。
- 10) たとえば、中井透氏は次のように述べられている。
「アメリカ企業の相対的競争力の回復を課題の一つとして実施された財政政策がM&Aブームをもたらし、その手段として用いられたLBOによる資金調達によってアメリカ企業の財務構成が悪化、結果アメリカ経済の危機的状況をより促進させるという皮肉な結果となったのである。」(「財政政策とM&A」証券経済学会『証券経済学会年報』第30号,353頁。)
- 11) この点について詳しくは、遠藤幸彦「米国における『アセット・バック・セキュリティーズ』市場の発展」『証券アナリストジャーナル』93年8月号,15頁を参照されたい。

Ⅲ. M&Aブームとアメリカ経済

上述のマネーフローは、実際にはどのような媒介をへて現実化したのか。この問題を考えるためにM&Aブームが果たした役割について検討することにする。

よく知られているように、アメリカは1980年代半ばに第四次M&Aブームをむかえた(図5)。

表5 ユーロ債・普通社債の格付別発行状況 (1983-1992)

	格付なし	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	合計
ユーロ債(比率)	2.04%	0.00%	0.51%	1.28%	3.83%	29.85%	45.15%	17.35%	100%
ユーロ債(件数)	8	0	2	5	15	117	177	68	392
普通社債(比率)	1.98%	0.73%	14.61%	6.17%	21.43%	35.92%	15.58%	3.95%	100%
普通社債(件数)	49	18	362	153	531	890	386	98	2487

(出) Jose Gudes and Tim Opler, The Maturity of New Corporate Debt Issues, Working Paper, Ohio State University, 1995.

このM&Aブームについては、マネーゲームとしての側面から、あるいは企業・産業の再編成という側面からすでに多くの論述がある¹²⁾。M&Aが投機的利得獲得の手段として認識されれば、それはマネーゲームとしての側面を有していることになるし、そうした媒介を経つとも、あるいは資金調達の際に、投機的利得獲得を目的とする投資家が多いということがあったとしても、合併・買収をつうじて企業の再編成が行われるという側面に注目すれば、また直接の購入者にとってはそうした位置付けを持たなくても産業全体としてみれば、結局は再編成が進行することになるという側面に重点をおいて考えれば、それは企業・産業の再編成としての側面を有していることになる。

こうした従来の見解は、M&Aが当事者の立場から評価され、アメリカ経済における資本の移動、資金の流れとの関連の内に考慮されていない。つまりM&Aが経済総体にたいしてもった作用の側面を分析していない。

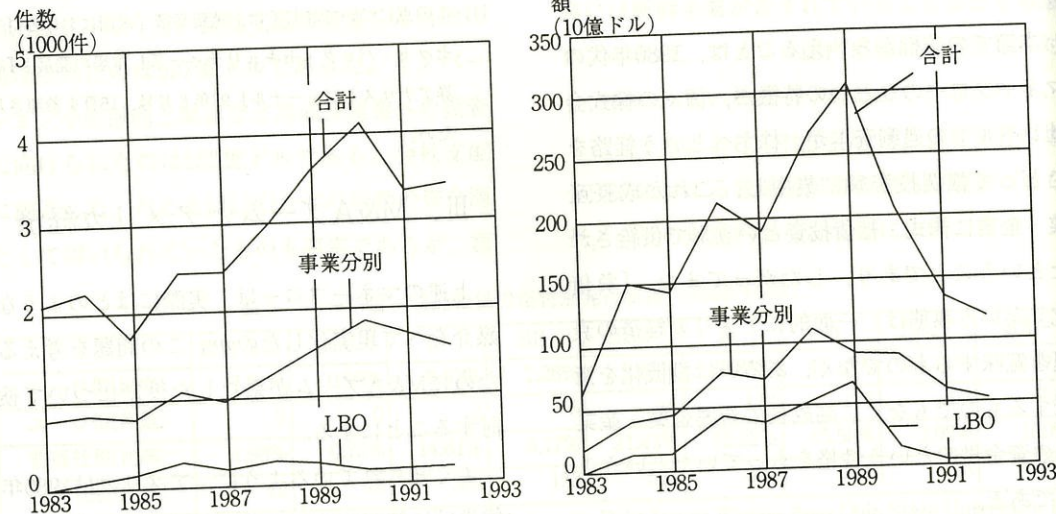
だが、M&Aと経済総体との関係を考える場合には、M&Aが当事者にとって、つまり買収

企業や被買収企業あるいは金融機関にとってどのような意味をもったのかという点だけでなく、経済総体に与えた作用を検討する必要があると考える。そこで以下、1980年代半ばの第四次M&Aブームが上述の特徴をもつマネーフローを現実化させる一つの契機であったことを明らかにすることによってM&Aがもった作用の側面を分析することにした。

M&Aの対象は、とくにLBOの対象となる企業の特徴は「成熟過程にあること、多額の資本支出約束がないこと、低いPER(株価収益率)であること、安定した収益があること」であるといわれている。

成熟過程にある産業に属する企業の場合、収益を持続することはできてもその産業では新たな投資を実行できないことや、新たな投資を行ってもそれが従来の収益水準を維持できないことがあり、その場合、この企業には有効な投資機会を得られない資金、フリー・キャッシュ・フローが存在することになる。有効な投資機会つまり少なくとも従来水準の収益を生み出す投資を得ることができないのであるから、この資

図5 M&Aの推移



(出) US. Bureau of the Census

金は過剰資本である。

だが、同時に他方で、1980年代のアメリカにおいては、コンピューターをはじめとする新興諸産業で活発な資金需要が存在した。したがって、会社単位で存在する過剰資本は、そのままでは厳しい国際競争に直面しているアメリカ経済にとって一種の空費であり、資金の過剰セクターから不足しているセクターへと資本を移行させることが必要となる。

この場合、二つの方法が考えられる。一つは、企業自らが不足しているセクターに資金を供給すること、つまり企業が成長産業へ進出することである。もう一つは、過剰資本をもつ企業がその資本を放出することである。具体的には株主に対する現金供与という形をとる。

前者の方法をとった場合、これは企業が単独に進出したとしても、複数の合同事業として進出した場合でも同じであるが、成功するか否かは不明である。失敗して浪費におわる可能性も少なくない。失敗すれば、企業それ自体の経営にもつながら問題である。これを株主からみれば、自己に還元されるべき資金が浪費され、適切な投資機会を喪失していることになる。これが従来「エージェンシー理論」によって議論されてきたことである¹³⁾。

反対に、後者の方法をとった場合には、企業は自己の放出した資金の用途やその妥当性とは無関係であり、したがって企業の経営問題となることはない。だが、今度は逆にどの企業にも内部留保を積極的に放出するとは考えにくい。

こうした状況のもとでM&Aブームは企業単位で存在した過剰資本を放出させる「外的強制」として作用したのである。つまりこうである。まず、合併・買収が行われた場合には株主に対して現金が供給される。また、合併・買収を回

避するために自己株を購入した場合でも株主に対しては現金が供給される。加えて、潜在的にM&Aのターゲットとなる企業も自己株購入によって一株当たり収益率(PER)をあげ、M&Aのターゲットとなること自体を回避しようとする。したがって、合併・買収が行われた場合でも行われなかった場合でも株主に対して現金が供給されることになる。したがって企業単位で存在した過剰資本は、株主に対して還元される。80年代に展開されたM&Aにおいて、株式購入の支払い方法は現金によるものが主流であったことはこのことを裏付けている¹⁴⁾。

前節でみたマネーフローは株式会社から株主を経由して年金基金などの機関投資家に資金が移動したというものであったが、それはこのような過程をへて現実化したものであった。

またこの場合、自己株購入、あるいはそれに続く金庫株という方法は企業にとっても合理的な側面をもつと考えられる。銀行システムが動揺している過程では銀行預金も必ずしも安全とはいえないし、また過剰資本をもつ各企業が各々新規事業分野に進出することも個別企業にとってみればリスクが大きい。

これに対し、金庫株という形態で保有していれば、その時々株式市場の状況に左右されるとはいえず、市場で再売却すれば資金を調達することができるのである。つまり、将来における有力な資金源として機能することになる。

一定の内部留保をもつことは企業経営にとって必要であるが、従来はその水準や用途については経営者の判断によるところが大きく、個別の経営体の事情によって決定されてきており、経済総体として規定する手段に乏しかった。しかし、第四次M&Aブームを契機として、LBOも含めたM&Aの対象となるか否かという点で

も規定されるようになったのであり、この意味で一つの質的展開があったといえる。

これが80年代に展開されたM&AブームやLBOという手法が「国際競争力」や経済成長という点からみてアメリカ経済総体に対してもつた肯定的側面である。

- 12) さしあたり、企業・産業の再編という視点から扱ったものとしては松井和夫・奥村皓一「米国の企業買収・合併」1987年、を、また「マネーゲーム」や「金融活況」との関わりから論じたものとしては中本悟「アメリカの『双

子の赤字』と株式市場」日本証券経済研究所「証券研究」第87巻、1989年を参照されたい。

- 13) さしあたり、M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, May 1986, pp.323-329. および John Fred Weston ed. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, 1990, pp.190以下を参照されたい。
- 14) Margaret Hastings Pickering, *A Review of Corporate Restructuring Activity, 1980-90* (FRB Staff Study No. 161) 1991, pp.15-18

(当所東京研究所主任研究員)