

一九八〇年代におけるアメリカの金融構造

——株式発行純減をめぐる資金循環を中心に——

磯谷 玲

はじめに

対照的な日米の株価水準を考えるためにも、またその基礎であるアメリカ経済の動向を把握する上でも、またあるいは株価をはじめとした証券市場の動向と密接な関係をもつようになったドル相場を考える上でも、アメリカ経済やアメリカ企業の実像を把握することはますます必要になっていく。

八〇年代のアメリカ経済は、一見すれば相反す

る特徴を有していた。すなわち、一方では「双子の赤字」・「負債化現象」・「低い貯蓄率」や、あるいは一九八〇年代後半に顕著となった銀行システムの混乱と動揺という特徴があった。また、個別産業・個別企業に対して海外企業から追い上げられている、あるいは「逆転」されたとの評価も存在した。これらは「アメリカ経済の衰退・崩壊」といった結論につながる。

だが他方では、株価(DJIA)の持続的な上昇や、先端産業における活発な企業活動といった「強いアメリカ」という結論に結びつく特徴があ

ったのである。

本稿の課題は、こうした一見すれば相反するような特徴をもつアメリカ経済の解明のための一つの作業として、アメリカ経済の資金循環という側面から八〇年代のアメリカの金融構造について分析することにある。

以下、まず一九八〇年代におけるアメリカ経済の資金循環上の特徴を明らかにし、次にこうした資金循環を現実化する条件となったM&A、銀行システムの状況、財政赤字ファイナンスについて検討することとしたい。

一、資金循環の特徴

一九八〇年代のアメリカ経済における資金循環の特徴を端的に表しているのは、「負債化」現象であろう。そこで以下では「負債化」現象を軸とし

て考察する。

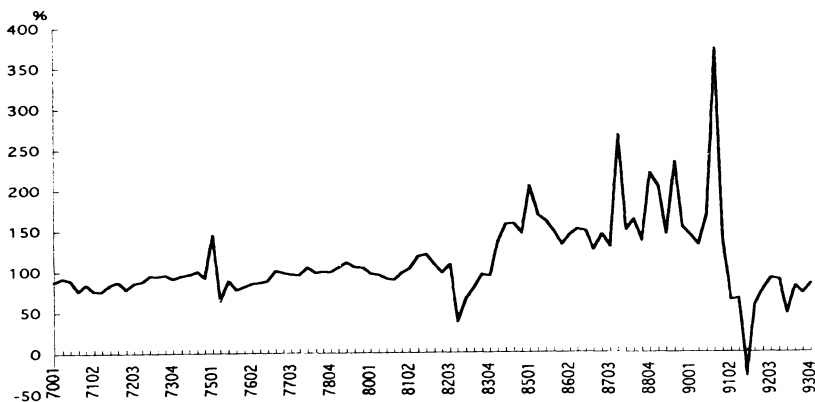
負債化現象といわれることがらの一つの典拠は負債割合の上昇である。負債割合の急上昇は一九八四年からはじまっている(図1)。

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。八〇年代以前の米国においてもこの点は妥当する。しかし、八〇年代に入って以降米国では急速に負債割合が上昇した。

これは主として八〇年代の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に対する対抗策として自社株購入が盛んに行われたということによって、フローベースでみた場合債務が拡大し、株式が減少するということによってい⁽¹⁾る。

戦後のアメリカ経済において株式発行の純減が

図1 負債割合



(出) FRB, *Flow of Funds Accounts*, Z, 1 and C, 9 release.

(注) 外部資金調達率の負債割合 = $(\text{Net increase in liabilities} - \text{Net new equity issues}) / \text{Net increase in liabilities} \times 100$

続いたことはなく、通常であれば、負債比率の急激な上昇は減少しない株式発行額に対して負債額の急激な増大を示しており、このことは当該主体の経済事情の悪化を意味するものであった。

しかし今回の場合は、株式発行が純減となったことにより、いわば経済実体以上に負債比率が上昇したという点が考えられる。したがって、負債比率の上昇ということだけではなく、資金の供給・需要構造を検討して「負債化現象」がアメリカ経済に対してもった意味を評価する必要がある。ここでは、まず株式発行の純減という事態を軸に家計と機関投資家のマネーフローについて検討する。

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点から考えれば、株式会社による株主への資金供給ととらえられる。これはM&Aや自己株購入によるもの（これが株式発行の純減としてあらわれる）と、配当によるものがある。⁽²⁾

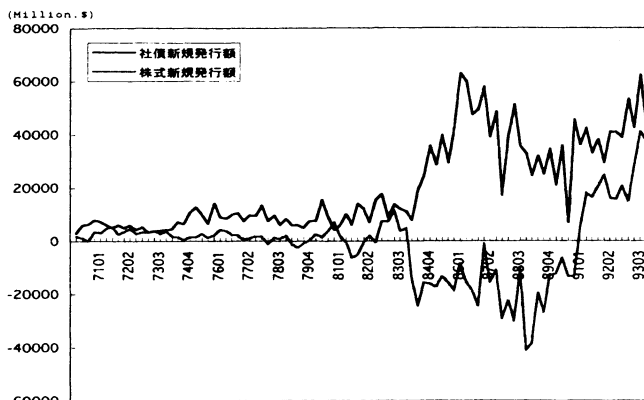
このうち、株式市場における純減という状況は、一九八三年以降一九九一年にいたるまで続いた。また配当額は増加傾向をたどり、配当性向も八〇年代後半に上昇した(図2・3)。これは、相対的な高金利の定着と株価維持という経営目的との相乗作用の結果と考えられる。

大規模な株式発行の純減が七年間も続いたという事態は戦後のアメリカ経済の中でも特殊なものであるといえる。この期間の金融資産取得をフローベースでみると家計と機関投資家(一般に機関投資家といえば銀行も含めるのが通例であると思われるが、株式をめぐる資金循環という点からここでは商業銀行をのぞく非銀行金融機関の統計によっている)とでは次のような特徴がある。

まず家計についてみると、フローの金融資産取得は(表1)のように推移している。

株式取得は八〇年代は一貫してマイナスであ

図2 株式・社債の発行状況(ネット)

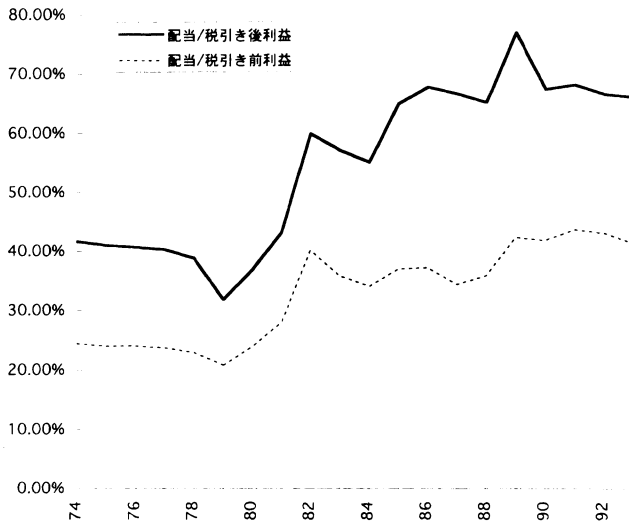


(出) FRB, Flow of Funds Accounts, Z, 1 and C, 9 release.

り、八〇年から九一年の総額は八五七五億ドルにのぼる。対照的に著しい増加をみせたのは保険・年金で、一九八〇年から九一年にかけての総額は

1980年代におけるアメリカの金融構造

図3 配当の推移



(出) FRB, *Bulletin*, various issues.

約二兆二二五〇億ドルである。また銀行預金は八〇年から九一年までの間、概ね一〇〇〇億台後半から二〇〇〇億ドル台前半の推移となっている

表1 会計の金融資産

(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。

が、八四年に二六五二億ドルを記録した後、低下傾向が続いている。

八〇年代における機関投資家、特に非銀行金融機関の拡大はこうした家計行動の結果であると考えられる。

次に同じ一九八〇年から九一年の期間で機関投資家についてみると、機関投資家も株式保有全体に占める割合は高いのにも関わらず、家計とは対照的に株式取得は減少していない。八八年を除けば毎年プラスで、八〇年代では八三年の四九八億ドルを最高として四〇〇億台の年が三年、二〇〇億台の年が五年、それ以外が三年となっており、さらに九一年には六〇二億ドルに拡大している。九一年以降は株式発行がネットでプラスに復帰したから取得額が増加するのは当然としても、八〇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。

またこの期間、負債性商品への投資も政府証券と社債に対する投資を中心として増大している。

負債面では保険・年金準備金が主で、八〇年から九一年の期間に二兆五九億ドルにのぼるほか、貯蓄預金 (thrift deposits) とマネー・マーケット・ファンドも大きい。

したがってこの期のアメリカ経済の資金循環の特徴は、自社株購入の資金供給としての効果は家計部門に集中したこと、そして本来の資金余剰分に加えて株式売却によって家計部門が得た資金ならびに銀行預金からの移動分が保険・年金といった機関投資家に集中し、その結果として機関投資家（の管理する資産）が急速に成長したという点にある。

「負債化」現象の一方の極、すなわち株式の純減という事態の意味は以上述べた点にあると考えられるのが、では「負債化」のもう一方の極、すな

わち負債の増大という事態の意味はどのようなものであろうか。この点を調べるために、民間部門の資金調達構造を証券形態に限定して概観することにする（政府部門については後述）。

八〇年代における民間部門のグロスの証券発行状況を（表2）に示しておく。

この表からわかることは、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、グロスでみた発行高が一定程度存在し、そのなかで発行高が最大の部門は不動産・金融業であったということである。さらに株式公開も活発に行われた。これらの多くは新興企業である。

ネットで見れば株式発行はマイナスであるとはいえ、新規企業の資金調達という点では大きな役割を果たしたのである。

第二に、債券発行は一九八三年までは株式発行と類似した発行動向であったのに対し、一九八三

年以降急激に発行高が拡大したことである。

発行高の債券種類ごとの内訳を全米証券業協会（Securities Industry Association）の資料（Fact Book）によってみると（表3）、八四―五年を画期としてアセット・バック証券（Asset Backed Securities）の発行が急速に増加しており、八九年以降普通社債の発行額を上回っている。この点からみれば、アセット・バック証券の発行が増加したことが、数字としての負債割合の上昇に大きく寄与したことは明らかであろう。こうしたアセット・バック証券発行の増加の意味やその背景については検討が必要であるが、このこと自体は直接的にアメリカ経済の衰退を意味するものではない。

さらに普通社債のなかで高利回り債の占める比率も増大した。

こうした高利回り債の使途であるが、モルガン

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.

1980年代におけるアメリカの金融構造

表 3 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	430
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。

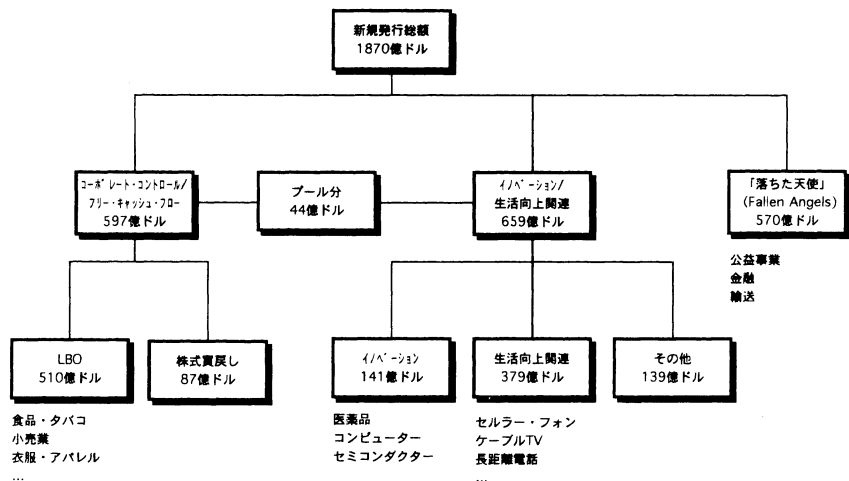
(注) 引受実績による数値。

・スタンレーによれば、一九八三年から八九年にかけて発行された高利回り債の総額一八七〇億ドル⁽³⁾のうち、会社支配に関連した目的に向けられたのは(つまり合併・買収をめぐる取引)五九七億ドル、イノベーションや生活向上関連などの高成長産業への投資に向けられたのが六五九億ドルとなっている(図4)。

LBOによる合併・買収に関連した資金源として用いられたのも事実であるが、額としてはそれ以上が高成長産業への投資にむけられことに留意しておかなければならない。

八〇年代のアメリカ経済の成長を支えた一つの要因は、株式発行や高利回り債の発行を通じて新興企業が証券市場にアクセスして資金を調達できたことにある。普通社債における高利回り債の比率が上昇したこともこの点と関連付けて理解しなければならぬ。

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 Data Co. and Morgan Stanley & Co.Inc.

以上述べてきたことから明らかなように、八〇年代の資金循環の特徴は個々の株式会社が存在した過剰な資金が、投資家を通じて成長産業・企業に株式・社債投資という形で再配分されたことにある。換言すれば、過剰な資金が機関投資家に集中されたことが、マネーサプライの伸びが低かったにも関わらず、そして巨額の資金が財政赤字ファイナンスのために吸収されているにも関わらず、「リスクをとった」投資が行われた、そしてそうした投資が行われなければならなかった現実的根拠なのである。

二、M&Aブームとアメリカ経済

次の問題は、こうした資金循環がどのような媒介を経て現実化したかということである。この問題を考えるためにまずM&Aブーム果たした役割

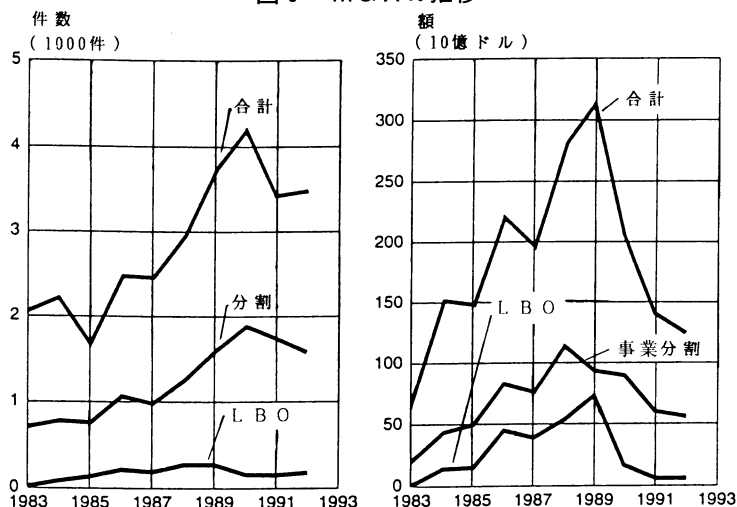
について検討することにする。

アメリカは一九八〇年代半ばに第四次M&Aブームを迎えた(図5)。

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。⁽⁴⁾

M&AあるいはM&A&Dを論じるさいに重要なのは当事者からみたM&Aと作用からみたM&Aとを区別することである。M&Aが国際競争力の向上や収益性の向上という点に寄与したか否かということ——これは個々のケースにそった考察が必要となると考えられるが——は前者の側面に关するものであると考えられるが、ここで確認しておきたいことはM&Aがアメリカ経済総体に対してもった作用、より具体的にいうならばM&Aが上述の資金循環を現実化させるひとつの契機であったということである。

図5 M&Aの推移



(出) U.S. Bureau of the Census.

M & Aの対象、特に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」^⑤であるといわれている。

成熟過程にある産業の場合、収益を持続することとはできてもその産業の内部では新たな投資を實行できないことや、新投資が従来の収益水準を維持できない場合がある。この意味で有効な投資機会をえられない資金、フリー・キャッシュ・フローが存在することになる。この場合、有効な収益を生み出さないものであるから、これらの資金は過剰資本である。

だが、一九八〇年代のアメリカにおいては成熟産業をはじめとして会社単位で過剰資本が存在する一方で、コンピュータをはじめとする諸産業には活発な資金需要があった。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総体にとって一種の空費とならざるをえず、資金過剰セクターから資金不足セクターへと移行させる必要がある。この移行が株主に対する現金供与という形で行われたのである。

つまり、合併・買収が行われた場合には株主に對して現金が供給され、また買収・合併を避けるために自己株を購入した場合（ただしこれは自己株購入の結果、株価が上昇し、PERも上昇するという前提をおいた場合だが）にも株主に対して現金が供給され、したがってともに会社単位で存在した過剰資本を株主に還元するという作用をもったのである。この資金が機関投資家に集中することになったのは前述の通りである。

この場合、自社株購入と金庫株という方法は企業にとっても合理的な方法という側面をもつ。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、また過剰な資金をもつ各企業が各々新規産業分野に直接進出すること、も個別企業にとってみればリスクが大きく、かつ経済総体にとってみれば合理的でない。これに対して金庫株は、もちろん時々の株式市場の状況に影響されるとはいえ、市場で再売却すれば有力な資金調達源となるのである。

自己株購入という手段ではなく企業が直接新規分野に参入するという方法をとった場合、成功するか否かは不明である。失敗して、浪費に終わる可能性も高い。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」⁽⁶⁾によって議論されてきたことである。自己株の購入や配当による株主への資金供給は、株主による新たな投資を生み、このような形

で社会的な空費が削減されることになる。

しかし反面では、一定の内部留保は企業経営にとって必要であるともいえる。

従来はその水準や用途については経営者の判断によっていて、経済総体として規定する手段に乏しかった。だが、第四次M & Aブーム以降はLBOも含めたM & Aの対象となるか否かという点で規定されるようになった。

つまりM & Aは上述した資金循環や資金の媒介を現実化するうえでのひとつの「外的強制」となったのである。これが八〇年代に展開されたM & AブームやLBOという手法のアメリカ経済総体に対する肯定的側面である。

三、機関投資家

上述のように、八〇年代の資金循環の特徴は、

個々に存在していた過剰な資金が投資家に集中され、投資という形で資金の再配分が行われたという点にある。株式会社から家計を経由して機関投資家に資金が集中された経緯についてはすでに検討した。次に検討しなければならないことは、どのような形で機関投資家の投資が行われたのか、ということである。八〇年代の特徴は投資経路が多様化され、階層化された点にあると思われるが、この点を一九八〇年代に成長著しかった年金基金とベンチャー・キャピタルとを対象に検討することにしよう。

ベンチャー・キャピタルは新規企業に対する資金供給を行うが、新規企業や新規技術を評価するためには当該分野における専門的知識が要求される。そこで年金基金はベンチャー・キャピタルに対して資金を拠出し、ベンチャー・キャピタルはこの資金をもとに投融資を行ったのである。

こうした年金基金の動向によってベンチャー・キャピタルファンドは内外の機関投資家に依存するようになり、「機関化」が進展した。ベンチャー・キャピタルファンドの資金源のうち一九七八年には個人投資家が三二%を占めていたが、一九八八年には年金基金が四六%を占めるようになり、個人投資家は八%を占めるにすぎなくなった（いずれも該当年の新規ファンドに対する比率⁽⁷⁾）。

年金基金から見れば、高い収益が見込める分野への投資であると同時に、リスクの分散がはかれることになる。

年金基金の分散投資という点では、各ファンドのパフォーマンスの高低という形で現れる機関投資家間の競争関係とともにE R I S A法に注目しておく必要がある⁽⁸⁾。

同法の規定の下で機関投資家は、元本の安全性を重視して国債にのみ投資するということは許さ

れず、リスクのある領域にも適切な投資ポリシーを振り分けなければなくなっている。このことが、機関投資家相互の競争という条件に加えて、リスクの高い領域にも活発な投資が行われた一つの根拠である。

こうした年金基金の投資姿勢の変化を示しているのが、(図6)である。

この図自体は一種のモデルであり、正確な数字を示したものではない。しかし傾向としてみれば、リスクの高い領域へと投資が拡大していること、同時にインデックス投資も拡大していることが理解できる。

もちろん、このことの基礎にはすでに多くの論者が指摘しているように、ナスダック(NASDAQ)や、ジャンク・ボンドの発行にみられるような柔軟な証券市場(自己責任原則などの諸慣行を含む)が大きな役割を果たしている。

この制度的基礎の上に様々な企業が証券を発行し、年金基金や生保、あるいはベンチャー・キャピタルやミューチュアル・ファンドといった機関投資家が投資を行っているのである。

八〇年代はこうした階層的な資金供給構造がうまく機能し、コンピュータやマイクロエレクトロニクスを利用した諸産業が成長したといえる。

しかし、この方式は新規技術の開発や新規企業の育成という点からみて、プラスの作用ばかりをもつものではない。この点について Bygrave & Timmons は次のように述べている。

「過去十年間で、クラシック・ベンチャーキャピタルの投資ノウハウが金融的ノウハウにとった替わられるにつれてベンチャーキャピタル業界は、起業家による創業プロセスに欠かせないユニークな企業支援ノウハウを失いつつあるのかもしれない。スタートアップの起業家と一九九〇年代

図6 米国の年金資産運用構造の変遷

1965年以前

債 券 40%	株 式 60%
------------	------------

- 1つのバランス型マネージャー（銀行または保険）
- マネージャーがアセット・ミクス決定

1965～1970年

現 金 10%	債 券 30%	大 型 株 50%	小 型 株 10%
------------	------------	--------------	--------------

- 基金がアセット・ミクス決定
- 資産タイプの中を分割
- 投資顧問が退出。基金は銀行、保険のパフォーマンスに不満
- 特殊型マネージャーの採用がスタート

1970年代

現 金 10%	特 殊 型 債 券 15%	債 券 イン デックス・ ファン ド 15%	株式インデックス ・ファン ド 25%	特殊型株式 25%	小 型 株 10%
------------	---------------------	------------------------------------	------------------------------	--------------	--------------

- 多様な特殊型マネージャーの採用
- 株式、債券にインデックス・ファンド
- 高度に特殊化したマネージャーを採用
- パフォーマンス評価が一般化

1980年代

現 金 10%	外 国 債 券 5%	特 殊 型 債 券 5%	特 殊 型 債 券 5%	債 券 イン デックス・ ファン ド 15%	株式インデックス ・ファン ド 25%	外 国 株 式 10%	特 殊 型 株 式 10%	不 動 産 5%	小 型 株 5%	ベンチ ャー・ キャピ タル 5%
------------	------------------	--------------------	--------------------	------------------------------------	------------------------------	-------------------	---------------------	----------------	----------------	-------------------------------

- 外国株、外国債券、高利回り債券等特殊型マネージャーが一段と多様化
- 不動産、ベンチャー・キャピタル、LBOが登場
- 大基金は30～40の特殊型マネージャーを採用

(出)『月刊 資本市場』1993年12月(No.100)号、14頁。

のアメリカ経済にとつては皮肉な結果となっている。さらに悪いことに、国民経済がそのノウハウを最も必要としている時期に、こうした事態が発生した。⁽⁹⁾

「機関化」の進展によってベンチャー・キャピタル業界は、資金の早期回収の圧力にさらされることになり、その結果資金回収に五年から十年を必要とするスタートアップやアーリーステージ企業への投資が敬遠されるようになった。

八〇年代におけるベンチャー・キャピタルは年金基金からの巨額の資金流入によって投資を行ってきたが、短期的収益を追求する年金基金に依存した構造では新規企業の「孵化器」としての役割を後退させる可能性があるということである。

なお、一九八〇年代に機関投資家が果たした役割に関する評価において、ハイリスク・ハイリターン型投資の一つとして不良債権をパッケージシ

た商品（たとえば途上国向け不良債権をパッケージした「ブレイディ・ボンド」）への投資も重要な論点であるが、ここでは紙幅の関係上、これらの投資が経済成長にとって重要な意味をもったという点を指摘するにとどめておきたい。

四、銀行システムの状況

八〇年代アメリカの資金循環について考えるためには、銀行システムについても検討しておかなければならない。

八〇年代のアメリカ銀行システムは、様々な動揺を経験した。一九八二年のメキシコのデフォルト宣言に始まる途上国貸出の問題、M&AブームにおけるLBO関連の融資や商業用不動産向け貸出といったハイリスク・ハイリターン融資の拡大とその後処理といった事態が相次いだ。また一

九八〇年代後半には倒産件数が拡大した。

こうした銀行システムの動揺を背景として、先にみたように家計の銀行預金への新規流入は減少し、残高ベースでも八〇年代半ばに生保・年金が銀行預金を上回って以降、その差が拡大している。⁽¹⁰⁾

こうした動向は、次の事情によるものと考えられる。

第一に、銀行ならびに銀行持株会社が一九三三年銀行法（グラススティーガル法）をはじめとした法規制のもとで原則として株式業務に関与できず、そのため実態的に株式保有が制限されていたことである。したがって、自社株購入による資金循環に関与できなかったことである。

第二はこうである。

前述したように七〇年代以降ハイリスク・ハイリターン融資が増大した。これは金融自由化が進展し、他業態との競争が激化するなかで収益性を

確保するために銀行がとった対応の結果である。

負債サイドで見ると八四〜八五年頃までは銀行は競合する対抗商品に対抗する金利設定によって預金を獲得していたが、八五〜八六年以降は攻撃的な金利設定によって積極的に預金を集めることをしなくなった。これは前述した家計部門の一九八〇年代後半における銀行預金資産の減少（フロ―）と符合する。

優良な資産が多数存在すれば、銀行は対抗的な預金を集めるという行動が継続できたが、銀行業の規模に対して優良な貸付対象が相対的に少なくなっているために、高金利による預金吸収を継続できなくなっているということである。これは銀行業と貸付対象との相対的な関係なので、銀行業の過剰ともとらえることができる。⁽¹¹⁾

また、個別行の戦略という面からみても、他業態の金融機関との競争関係のためか、あるいは優

良資産が相対的に減少した（銀行業の規模に対して）ためかは別として、銀行自身がある意味では積極的にオンバランスでの貸付を相対的には減少させてオフバランスへと進出していったのである。

これらのことが意味しているのは、一九八〇年代のアメリカ経済総体としてみた場合元利を保証する形での資金循環が一定の限界に直面していたということである。

しかも銀行は経済総体に対して決済サービスを提供している。したがって、銀行システム全体の動揺が経済に与える影響は非常に大きいものがある。それゆえ、決済サービスの円滑な維持という点からみれば、高い金利で預金を集めることが、不良債権の増加につながるのであれば、それはアメリカ経済総体の利害にとって非合理的である。

こうした状況を前提すれば、リスクの高い新規企業・産業への資金供給が銀行以外の機関投資家

によって行われたということ、あるいは換言すれば元利を保証する形では行われなかったということとは、銀行業界を含む一九八〇年代のアメリカ経済総体の利害とも合致していたのである。

五、財政赤字のファイナンス 政府証券市場

八〇年代の資金循環上の大きな特徴は、政府部門の巨額の赤字である。この財政赤字をファイナンスするために、大量の財務省証券が発行された。

八〇年代における民間への投資は、こうした財政赤字のファイナンス、つまり政府証券への投資と並行して行われたのである。したがって、政府証券市場の保有構造や発行・流通市場の動向、およびそれと民間部門への投資との関連について検討す

る必要があるが、財政赤字ファイナンスと政府証券市場の動向についてくわしくは別稿⁽¹²⁾にゆずり、ここでは次の点を指摘しておくにとどめたい。

機関投資家の拡大という点との関連では、残高ベースでみた場合の保有構造の変化である。一九八〇年代をつうじて非銀行金融機関の保有する割合が拡大した。財政赤字ファイナンスあるいは「双子の赤字」のファイナンスと関連してよく指摘される海外部門の政府証券投資は、一九七〇年初頭以降安定した比率を維持し、その意味では重要な投資家層であるが、比率からいえば非銀行金融機関におよばない。こうした非銀行金融機関を中心とした機関投資家の政府証券保有によって、残高ベースでみた場合、財政赤字のファイナンスは国際関係に過度に依存したものとなっていない。

これを機関投資家の側からみれば、その管理す

る資産の内の相当程度が政府証券投資にふりむけられていることになる。政府証券は満期まで保有することを前提すれば元利の返済が確実な「安全資産」である。もちろん実際には利子率の変動にともなってポートフォリオ中の銘柄の入替えが行われ、この過程で損失が発生する場合もあるから正確な意味で「安全資産」であるとはいいがたい側面もあるが、「STRIPS」の導入と定着は満期までの保有が高い割合で存在することを示している。⁽¹³⁾

こうした安全性の高い、したがって利率に関しては相対的に低い商品への投資という機関投資家の投資行動は、対極にあるハイリスク・ハイリターンへの投資を促進する一つの条件として機能したと考えられる。これが第一の点である。

第二点は政府証券の拡大は、先に述べた「銀行の衰退」の条件ともなったということである。巨

額の財政赤字ファイナンスは、当局や市場の側の対応によって低コスト化がはかられたとはいえ、相対的な高金利を定着させた。つまり財政赤字ファイナンスは安全で金利が高く、流動性もある投資対象をつくりだしたのであった。これが銀行が預金を吸収するさいのコストを押し上げ、銀行経営を圧迫する要因となったのである。

とはいえ、政府証券の拡大は銀行経営を圧迫する作用のみをもったのではない。短期的には銀行自身の投資対象として大きな意味をもったのである。このことは一九八〇年代後半から一九九〇年代初頭にかけての銀行の投資行動によくあらわれている。

商業銀行は九〇年から九二年にかけて殆どの新規投資を政府証券にふりむけた。具体的には九〇年が新規の金融資産取得の総額が一〇六八億ドルであったのに対し六一一億ドルが、九一年には同

一〇三三億ドルに対して一一一三億ドルが（ローン等の他項目がマイナスのため政府証券投資が総計を上回っている）が、九二年には一八二六億ドルに対し一〇四七億ドルが政府証券に投資されたのである。⁽¹⁴⁾

リセッションによる優良資産の減少、経営悪化、BIS規制の導入という事態に直面していた商業銀行にとって、BIS規制で導入されるリスクアセットを増加させることなしに、いいかえれば資産増に対応した自己資本を準備することなしに収益を生み出す政府証券投資は、⁽¹⁵⁾短期金利の低下と長期金利の高止まりという条件も加わって大きな意義をもったのである。

財政赤字の拡大とそれにとまなう赤字ファイナンスの増大とは、以上述べたように、機関投資家の投資行動という点でも、銀行の経営基盤という点でも、密接な関係をもっていた。

したがって、財政赤字やそのファイナンスは一九八〇年代における資金循環や金融構造の変化にとって、資金需要セクターとしてのみ役割を果たしたのではなく、そのことを通じて機関投資家の投資行動や銀行の行動に大きな影響を与える要因として機能したのである。

おわりに

以上概観してきたように、一九八〇年代におけるアメリカの金融構造は資金循環という点からみれば、第一に法人部門における自己株の購入と、家計部門の株式保有の減少（新規株式取得のネットのマイナス）と年金資産への移行、生保・年金基金の急成長という特徴を、第二に、こうした資金が資金不足の新興産業・企業に対して多様な、階層的な投資経路をたどって投資されたという特

徴をもつものであった。

こうした資金循環構造が形成されたことが、アメリカ経済の成長という点でも、国際競争力をもつ産業・企業の育成という点でも、また銀行の不良債権処理という点でもひとつの条件となったのである。

ベンチャー・キャピタルファンドやあるいはバルチャー・ファンドといったリスクを積極的にとっていくタイプの機関投資家が注目されているが、こうした投資家層の果たしている役割についても上述した資金循環構造の性格に留意する必要があると思われる。

なぜならアメリカ経済の成長や国際競争力をもつ産業・企業の成長は、資金循環構造と柔軟な証券市場をはじめとした制度的な側面や、あるいはしばしば「国民性」ともいわれる投資家の投資姿勢などの諸側面の、さらには「双子の赤字」や銀

行システムの動揺や、海外部門などの諸側面の有機的な相互作用の結果だからである。

本稿では一九八〇年代のアメリカ経済における資金循環の概観を行ったが、それ以外の点についてはすべて与件とした。たとえば本稿では、アメリカにおいて国際競争力をもつ産業・企業が成長しているということを前提にしたが、このこと自体が当然独自に検討されなければならないことである。

また、特に海外部門は政府証券やM & Aなど八〇年代を通じて活発な投資を行ったのであり、八〇年代のアメリカ経済において海外部門が果たした役割、および海外部門と国内部門との関連については検討することが必要であると考ええる。特にアメリカの主要企業が多国籍企業であり、海外での資金調達も活発に行っていると考えられるところからもこの点は重要であると考えるが、本稿で

は果たせなかった。この点については別の機会に行うこととしたい。

(注)

(1) この点については根津智治「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(平成三年七月)を参照されたい。

(2) FRB統計(Flow of Funds Accounts)では株式発行はネットの数値しか得られず、グロスでみた場合の株式発行の減少に関する数値は得られない。また、自己株購入やM & Aの比率も把握できない。後者の点については、L. Bagwell and J. Shoven (Cash Distributions to Shareholders, Journal of Economic Perspective, Summer 1989, pp. 129-140)が限定された範囲ではあるが、配当M & A、自己株購入の数値を明らかにしている。

(3) この数値は全米証券業協会による高利回り債の引受額にいわゆる「落ちた天使」に相当する額を加えたものと等しい。

(4) さしあたりM & Aを産業・企業の再編成という観点からとらえたものとしては、松井和夫・奥村皓一著『米国の企業買収・合併』東洋経済新報社、一九八七年を、マネーゲームとしてとらえたものとしては中本悟『双子の赤字』と株式市場』『証券研究』八七巻、一九八九年、六一頁を参照されたい。

- (5) ジョン・ブルックス著・東力訳『アメリカのM&A』東洋経済新報社、一九九一年、二〇一頁。
- (6) 「エージェンシー理論」自体は、株主と経営者との関係の問題にしているのであって本稿で問題にしているマクロ的な、資金循環上の問題を対象としているものではない。なお、「エージェンシー理論」についてくわしくは柏木敏「自社株買戻しに対する株価の反応」『証券研究』一〇三巻、一九九二年、八七頁を参照されたい。
- (7) ウィリアム・D・バイグレイブ&ジェフリー・A・ティモンズ著・日本合同ファイナンス(株)訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社、一九九五年、五〇〜五三頁。
- (8) この点についてはさしあたり、厚生年金基金連合会『米国における私的年金の主要問題』、一九八七年、六六頁、(財)生命保険文化研究所『エリサ法』、一九八七年および井出正介『アメリカのポートフォリオ革命』日本経済新聞社、一九八六年、一〇五〜一一〇頁を参照されたい。
- (9) ウィリアム・D・バイグレイブ&ジェフリー・A・ティモンズ著・日本合同ファイナンス(株)訳前掲書、七一頁。
- (10) このような状況は、直接的に企業としての銀行の収益性の低下、あるいは競争力の低下という意味をもつものではない。米銀はデリバティブズを始めとしたオフバランス活動に積極的に進出しており、収益をあげている。こうした「銀行業の衰退」をめぐる問題については拙稿『銀行業の衰退』とアメリカ金融システムの変化』『証券レビュー』第三五巻一号を参照されたい。
- (11) この点については山田耕司「拡大する米銀の投信ビジネス」『金融財政事情』一九九三年十月二五号、五〇〜五二頁を参照されたい。
- (12) 拙稿「米連邦政府証券に対する投資状況」『証券研究』第一〇七巻、一九九三年、および「米政府証券市場の改革」『証券研究』第一一一巻、一九九五年を参照されたい。
- (13) STRIPSとはSeparate Trading of Registered Interest and Principal of Securitiesの頭文字をとったもので、政府証券の元本部分とクーポンとが別々に取引できる形態を指す。八二年にメルリンチがTIGRsを発売して以来、利用されるようになり、八五年には財務省によって正式に認められて今日にいたっている(前掲拙稿「米政府証券市場の改革」)。STRIPSの利用については、八九年一月段階での発行残高の四二%がこうした形態で取引されているとする推計がある(新井陽「日米公社債市場比較」日本経済新聞社、一九九一年、四三頁)。
- (14) FRB, *Flow of Funds Accounts, 1994 4thQ, table, F111*.
- (15) 国債投資はリスクウェイトが〇%であるため、新規に国債を購入してもリスクアセットは増加しない。

(いそや あきら・当研究所研究員)