

アメリカ金融・資本市場の「グローバル化」

磯谷 玲

一、はじめに

手垢のついた、という言い方があるがグローバル化、あるいはグローバルという言葉は、それにあてはまるもののひとつである。

グローバルという言葉は、金融・証券市場や、あるいは経済全般に関わって頻繁に用いられる。

だが、それが何を指すかという事になると明確ではないのではないだろうか。

グローバル化ということの一つの意味は企業の

多国籍化にもなって生ずる銀行（あるいは金融機関）の多国籍化である。米系企業は一九五〇年代以降多国籍的に展開し、米大手商業銀行もこれに続いて海外進出をすすめた。こうした多国籍企業・多国籍銀行の出現と展開は戦後経済を特徴付ける大きな流れである。

もう一つの意味は金融市場・証券市場のグローバル化という場合である。これはより具体的にいえば、ローカルな市場における発行体・仲介業者・投資家の各層が多様な国籍から構成されるということになる。

この意味でのグローバル化は戦後経済の特徴とはいえない。今日とは程度の相違はあるにせよ、第二次大戦前のロンドン市場はこうしたグローバルな金融・証券市場とみることができる。

このどちらの意味でグローバル化という用語を用いるにしても、現状をグローバル化という語で概括して終わらせるのではなく、現状やそれを支える条件を具体的に明らかにすることが必要である。最初に多国籍展開を行った企業群とすでに一定の企業が多国籍に展開している市場に参入する企業群とは当然、参入（多国籍化）の質や規模、あるいはその条件が異なるものとなる。市場のグローバル化ということについても同様である。

本稿では、こうした点をふまえ、近年のアメリカ金融市場のグローバル化をとりあげたSIA (Securities Industry Association) の論文⁽¹⁾を紹介・検討することにした。

二、アメリカ金融・資本市場の「グローバル化」

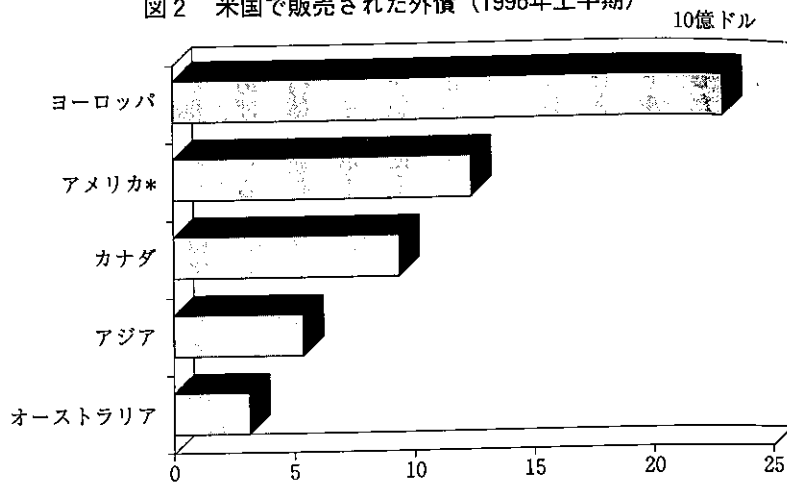
アメリカ資本市場のグローバル化は一九八〇年代後半から急速に進んだ。

一九八〇年代までのアメリカの発行市場は、ヤンキー・ボンドとADRsの数十億ドル規模の市場にすぎなかった。主要な発行体はカナダ（オンタリオ、ケベック、ノバスコシアの各州）や、スウェーデン、デンマークなど数カ国であった。

一九八〇年代前半における海外部門による発行は相対的に高いアメリカの利子率のために依然として活発ではなかった。この期間を通じてアメリカ市場での海外部門による発行は、年額で一〇億ドルに満たないものであった。

同期間に国内部門の新規発行は急速に増大し

図2 米国で販売された外債 (1996年上半期)



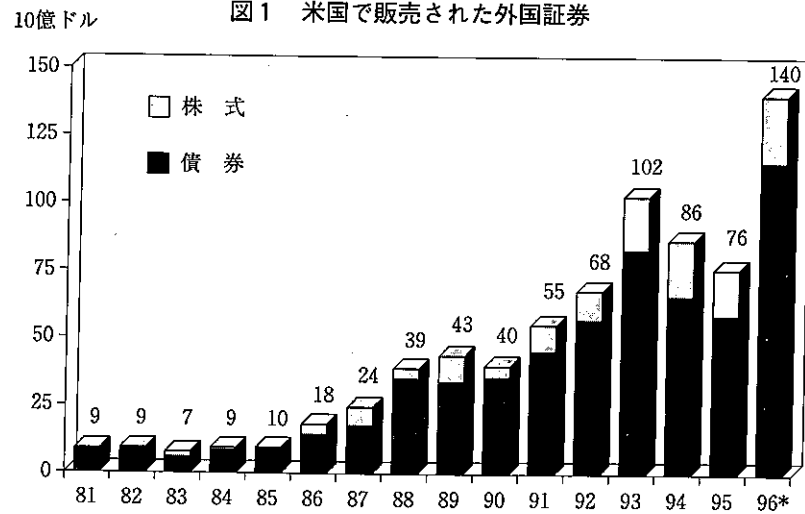
*米合衆国およびカナダ以外の米州。
出所) S I A, Trends, vol. XXII, NO. 4.

た。その結果としてこの期間における海外部門の発行シェアは一九八〇年の一二%から一九八五年には四・五%へと減少した。

だが、一九八六年以降アメリカ市場での海外部門による発行は急速に増大した(図1)。アメリカの機関投資家は急速に、多様化された、グローバルなポートフォリオを築き始め、一九八六年から九三年の間にアメリカにおける募集額(Net value of offerings)に占める比率は約七%から九%拡大し、また募集額は一〇〇億ドルから一〇〇億ドルへと増大した。

国別・地域別に見た場合、欧州と米州が最も大きなブロックである。単独の国としてはカナダが最も大きい(図2)。また、欧州の中で支配的なのはイギリスである。イギリスは約七二億ドルを発行しているが、これはドイツもしくはフランスの発行量の倍に相当する。

図1 米国で販売された外国証券



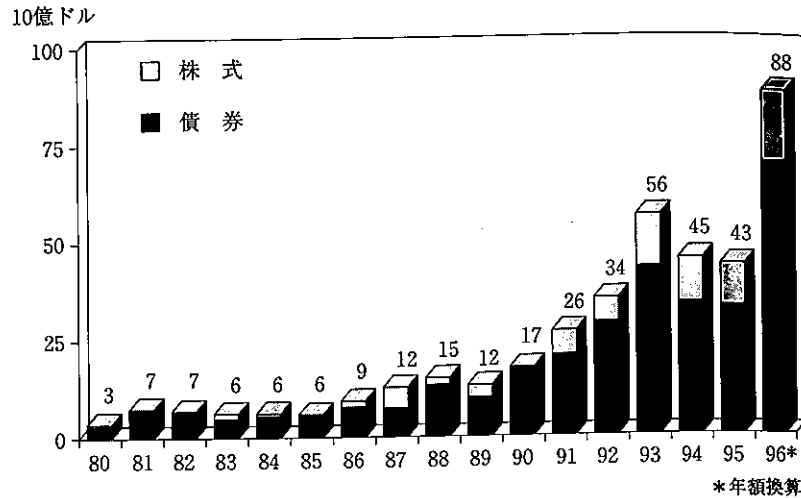
出所) S I A, Trends, vol. XXII, NO. 4. ただし原資料はSecurities Data Co. *年額換算
以下の図も同様。

三、「グローバル化」の要因

以上概観してきたように、アメリカ資本市場は一九八〇年代後半から急速に「グローバル化」を遂げてきたわけだが、その要因はS I Aによれば以下の四点である。

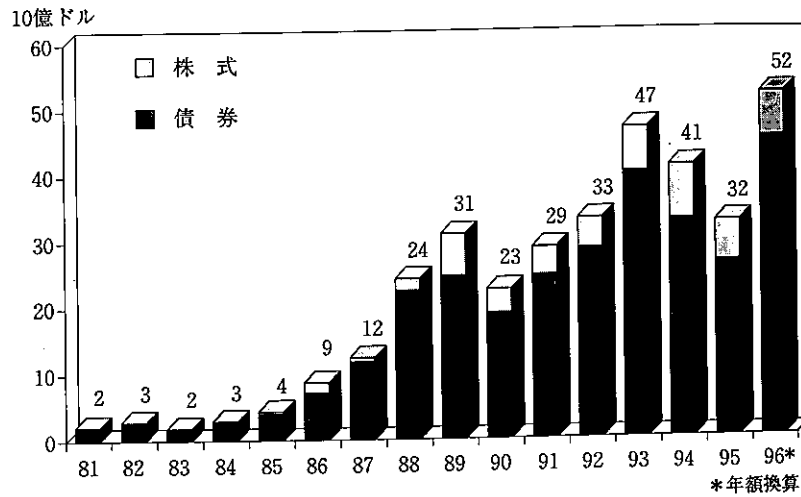
- (1) この期間を通じて世界的な規模で企業および政府の資金ニーズが急速に成長したからである。こうしたニーズを満たす上で世界で最も大きいアメリカの市場が最も有力だったのである。
- (2) 第二に規制とそれに起因する高コストの問題が減少したことである。この問題は私募市場に典型的に見ることができ(後述)。
- (3) 金利という面でも海外の発行体をアメリカに引きつける要因が存在した。この期間、米国は第二次大戦以後の歴史的な低金利を経験してい

図3 SEC登録証券の引受額



出所) 図1に同じ。

図4 海外部門の米国における私募発行



出所) 図1に同じ。

た。短期および長期の財務省証券の金利はインフレ対策のため一九八〇年代前半にはどちらも二桁を記録していたが、一九九三年にはそれぞれ三%と七%とに低下していた。

(4) 第四の要因としてはアメリカの機関投資家の存在があげられる。アメリカの機関投資家は海外の発行体が新しいファンドの源泉を求めている時に、そのポートフォリオにおける海外分の保有高を急速に上昇させた。米国流通市場における外債トレーディングの動向がこの急増を反映している。一九八〇年には五三〇〇万ドルに相当する外国株式および債券が米国投資家によって売買されていた。一九九二年にはこの額は一〇億ドルを越え、さらに九三年には二〇億ドルに達した。

四、海外部門による証券発行と 私募市場

外国企業は一九九三年法に基づく登録によって国内で株式を発行すること(つまり、F-1様式によりSECに登録され、米投資銀行を通じて株式公開を行う)を望むといわれている。

登録のコストと負担、および米投資家の興味を引くことができるのは、通常巨大な多国籍企業である。この事実は、海外部門による発行をいくつかの、よく知られた企業に限定してきた。

だが、私募市場を利用すれば登録市場のいくつかのハードルを回避することができる。そこで近年の海外部門の発行の急増は機関投資家を対象とした私募市場においてみられるのである(図3、4)。

SECは一九九〇年代の初期、ルール一四四Aを採用した。これは海外の発行体が機関投資家へのアクセスを容易にすることを目的としていた。だが、ルール一四四A採用以前でさえ、劇的な変化が生じていた。伝統的な方法、すなわちSECの登録を経た公募は、一九八〇年代半ばまでアメリカにおける新規外債発行のドル総額の約七五%を占めていた。だが、一九八六年以降、新規の外債発行の五〇から七〇%は私募によるものとなってきている。外債発行は米国における私募債発行の二五から三〇%を占めているが、登録市場での海外発行体のシェアは五から一〇%程度でしかない(図5)。

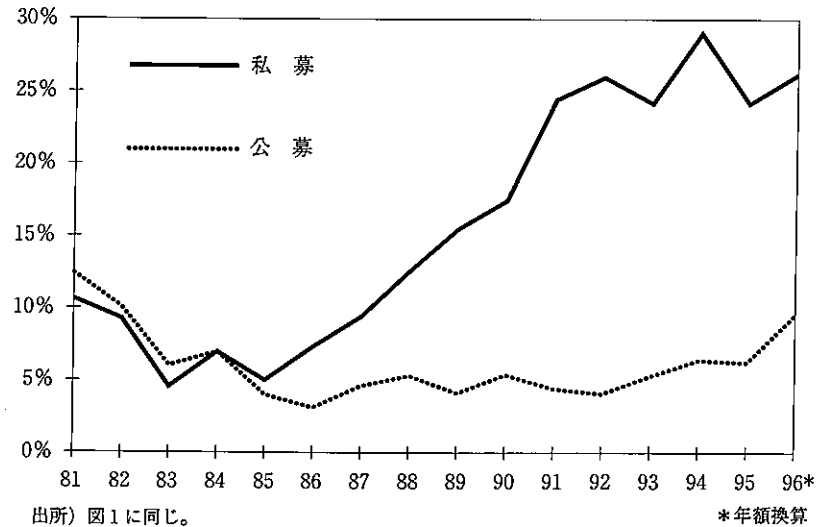
その理由としては登録は経費も時間もかかり、英語での財務諸表の作成、見積書のファイリングなどしばしば発行体の本国よりも過大な開示を要求するからである。海外の発行体がこうしたハ-

ドルをクリアできなかった間は、しばしば機関投資家による私募債市場が選好されることとなった。また、ルール一四四Aは私募市場を海外発行体にとってより迅速なもの、機動性に富んだものとし、ディスクロージャーの要件を格付の取得に限定した。ただし、九四、九五年を除くと両市場において急速に外債発行は増大した。

ルール一四四Aにもとづく株式市場は、海外の発行体が主なものとなっている。このことは、SECが非上場株に対してアメリカ市場を開放する意図を持っていたことを考えれば驚くにはあたらない。米国の発行体がこの市場を利用する場合、その主な理由は、何百万ドルや何十億ドルといった超大型取引の出現である。

だが、反対にいくつかの巨大な外国の民営化においては、発行体は公募をし、より負担の大きい投資家への情報開示を行って取引所に上場する方

図5 新規発行における海外発行体の比率(金額ベース)



を選択した場合も存在した。典型的な例は「Telefonose de Mexico」である(同社は一九九四、九五の両年においてニューヨーク証券取引所で最も活発に取引された銘柄の一つである)。

五、マクロ要因からみた「グローバル化」

前節まででSIAの論文にもとづいてアメリカ資本市場の「グローバル化」を概観したが、次にマクロ的な諸要因との関連を見ることにする。

まず、国内の状況であるが、九〇年代に入ってから以降、企業業績は好調を維持している。この要因としては次の点が指摘されている。すなわち「持続的拡大」のベースとなった金融政策、および利払い負担の低下と労働分配率の低下である。このうち、利払いの負担低下については財政赤字の減

少、金利水準の低下、インフレ率の低下によるところが大きいとされている。また、労働分配率の低下は情報投資などによる生産性の上昇や、業務の外部委託などにより労働コストを生産性の伸びに依じた水準に抑制した事によるとされている。

また、資金循環から見た場合、金融部門および海外の発行体の株式発行は順調だったが、非金融部門の株式発行は低調で、九五年にはネットでもイナスとなっている。これは八〇年代から引き続き「資本の効率化」の傾向が継続していることを示唆している。

アメリカ金融・資本市場の「グローバル化」が機関投資家を軸として進展してきたことはすでにみたが、その一つの条件はこうしたアメリカ経済の現段階の特徴にあったのである。

次に国際収支という点から見た問題について検討する。

企業の多国籍展開によって貿易赤字をカバーできるだけの収益が得られればそれを源資として資本輸出を行なうということも可能である。しかし、実際には投資収益収支はそれほど大きくなく、また九四年以降では赤字となっており、この点でも安定的な資本輸出の条件は存在していない。

したがって、以上の点から明らかのようにマクロ的にみた場合、アメリカは資本輸出国ではない。あるいは、別の表現を用いれば、国際収支上の姿と民間ベースでの姿にギャップが存在しているのである。つまり、民間ベースで見た場合、アメリカ金融・資本市場は対外的な資本供給を行なっているが、国際収支ベースで見た場合アメリカは資本輸入国である、ということである。

では、現在のアメリカ金融・資本市場の「グローバル化」を支えている要因は何か。

アメリカは国際収支という点からみれば、膨大な貿易赤字を抱えている。貿易赤字は、一時期改善の兆しが見られたものの、その後再び拡大し、相当規模の貿易赤字が継続されているというのが現在の状況である。これは一時的な要因によるものではなく、米系企業の多国籍化や国内製造業のリストラクチャリングという構造的な問題に起因していると考えられている。

だが、歴史的には、安定的な資本供給国とは、第二次大戦以前のイギリスにみられるように貿易黒字国である。貿易による黒字を資本輸出という形で環流させ、また同時にそのことが世界経済の発展につながったのである。

こうした条件は今日のアメリカには存在していない。

あるいはまた、「投資の果実」にもとづく投資ということも考えられるかも知れない。

直接的な投資主体としては、前述の様に国内の機関投資家である。したがって、民間ベースでの過剰資本が活発な対外資本供給を支える要因である。

機関投資家の成長は八〇年代以降の大きな流れであり、この点は今後も継続するものと考えられる。

他方、国際的な要因としては、対米資本流入である。その中でも、財務省証券の占める比率が大きい。

これは、一方では巨額の財政赤字をファイナンスするために当局が、市場を整備してきたこと、そしてソロモンや大和銀行（アメリカ現法）などのケースに見られる逸脱から市場を防衛してきたことによる。

他方では、ドルが国際通貨であることから、ドルを保有する各国（当局並びに民間）が市場で運

用することを、事実上強制されている、という事情がある。貿易赤字によって流出したドルはこのような形で環流している。

したがって、活況を呈している株式市場を始めとした現在の証券市場を前提とすれば、国際通貨であるということと、金融・証券市場の発展が相乗的に作用しているといえる。

六、おわりに

以上の点から今日のアメリカ資本市場の「グローバル化」をどう評価すべきか。以上に述べたことから、今日のアメリカ資本市場をその対外的な資本供給という点において評価すれば、こうである。ルール一四四Aの制定など、市場の環境整備によって海外発行体による証券発行が容易になつており、またそれを実態的に支えるものとし

て機関投資家の成長という条件が存在している。したがって資本供給という点での条件が整備されつつある、あるいは整備されているといえるだろう。

同時に、国際収支上は安定的な資金源泉は存在していない。このことは第二次大戦前のイギリスと比較して、今日のアメリカ金融・資本市場の対外資本供給機能を不安定なものとしている。現状では、顕在化していないが、一九九四年末のメキシコ通貨危機のような通貨危機や、あるいは株価の暴落といった事態が生じた場合、対外資本供給機能自体が停止するという可能性もあり得る。このことは現在の形でのアメリカ金融・資本市場の「グローバル化」がもつ制限である。

(注)

(一) Securities Industry Association, Trends, vol. 24, No. 4, August 30, 1996.

(2) この点について詳しくは、拙稿「一九八〇年代アメリカの金融構造」『証券経済研究』第1号および2号、を参照されたい。

(3) とはいえ、ソロモン・スキヤンダルは一面では当局の進めてきた市場改革の産物でもある。財務省証券の保有構造と市場改革との関係について詳しくは拙稿「米政府証券市場の改革」『証券研究』第一二二巻、一八七頁を参照されたい。

(いそや・あきら) 当研究所主任研究員