

バブルを防げなかった米国の株価・収益重視経営

収益の悪化・低迷で悩む日本企業では、米国型経営を参考にして各種改革が行なわれている。しかし、株価・収益重視の経営だけではバブルを防げなかった教訓は興味深い。

米国企業による株価・収益重視経営が、90年代の米国経済の繁栄を支えていると強く主張されてきた。しかし、ここにきてエンロンやワールドコムなどの不正をも辞さないという事態をも引き起こしてしまっている。現在の米国株価下落には個別企業の不正への市場の不信感もあるが、背景には90年代脚光を浴びた米国の株価・収益重視経営のあまりに近視眼的な問題点が露出した面もあるだろう。

図表1は米国企業の資金調達状況である。直感的には「日本は銀行借入など負債中心の調達（間接金融）、米国は株式発行などの資本調達（直接金融）」との印象が強いが、実は90年代の米国では、借入、社債、CPという負債による資金調達が大半で、株式調達が実質マイナスという企業金融が行なわれてきた。

図表1：米国非金融企業の資金調達状況

	(10億ドル)							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CP	18.1	-0.9	13.7	24.4	37.4	48.1	-88.3	-124.3
社債	91.1	116.3	150.5	218.7	229.9	171.1	332.6	220.4
銀行借入	86.3	69.9	98.4	102.0	90.0	95.0	-65.5	-89.9
株式発行(ネット)	-58.3	-69.5	-114.4	-267.0	-143.5	-159.7	-61.8	29.4

(資料)FRB

株式の新規発行が高水準であったのに対し、株式の自己株消却や企業買収(M&A)がそれを上回る規模で行なわれた結果、ネット(発行額-消却等額)の調達はマイナスを続けた。つまり、自己株消却で資本を減少させる一方で、負債を増加させる「レバレッジ経営」が行なわれたのである。

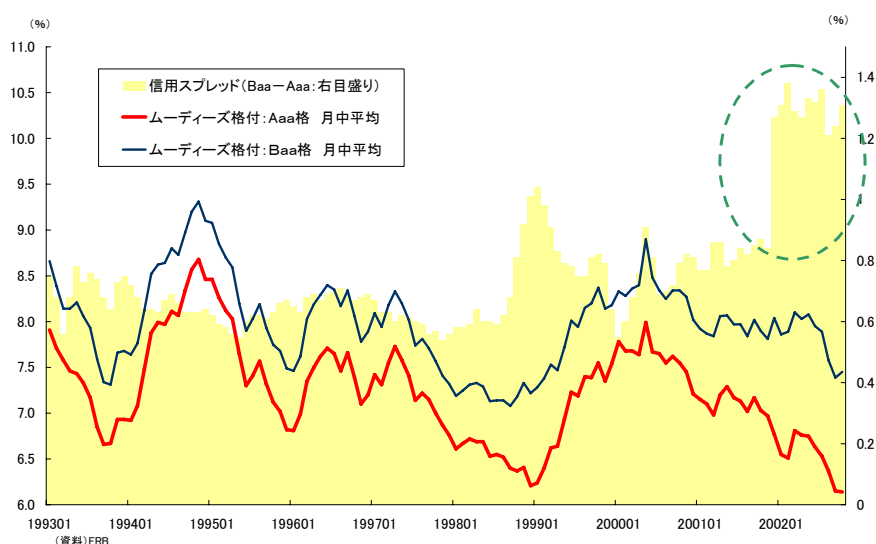
わが国でもバブル時にレバレッジ経営が行なわれ、これが今も続く不良債権問題を引き起こす原因となった。90年代に好調を続けた米国では、例えば「1株当たり利益」などの株価指標にベンチマークを置いて経営を監視しているので、適切な株主資本比率が維持されると言われてきた。しかし実際には、80年代の日本のようにレバレッジ経営が行なわれ、その企業経営の崩壊が米国でも株価の下落、さらには不良債権の増加を引き起こしてしまった。

なぜ90年代後半のレバレッジ経営にチェックが働かなかったのだろうか。米国企業は社債・銀行借入等の負債を取り入れ、ITなどの設備投資やM&Aを積極的に行なった。そして、そこから生じる利益の大半を自己株消却に向け、1株当たりの価値を高めて株価上昇を引き起こした。株価上昇により企業はさらに負債の調達による事業拡大が容易になり、そこから生じる利益を再び自己株消却に向け、株価上昇につながるという循環が形成されたのである。

この循環の中で高株価、高収益率が長期間実現していったが、本来、負債の増加が進めば、負債金利に対しスプレッドが上昇したり、企業は貸し出し制限を受けるはずである。しかし、世界的なディスインフレの進行で金利低下が続き、さらに好景気の持続で銀行も信用リスク管理を緩めてしまっていた。

わが国でもそうであったように、このような拡大経営はリスクが大きく、経営環境の悪化に弱い。2000年以降、今まで好調であったネット関連企業の倒産・業績悪化が顕著になると、社債権者や銀行は信用スプレッドを急に上乘せしたり（図表2）、資金回収に転じることとなった。2001年にはCP発行や銀行借入など対銀行の窓口が優良企業を除いて完全に閉ざされた。2001～2002年の社債発行増加は、CPの借換えができなくなった企業が転換社債の発行を増やして資金のつなぎを行なったためである。

図表2：信用スプレッドの推移



企業は新たな設備投資にコストがかかり、利益が急減することとなった。転換社債の発行が発行株式増となる一方で、毎年行なってきた大規模な自己株消却が不可能となり、分子・分母両方から急激に修正されるようになった。これまで重視してきた「1株当たり利益」などの指標の悪化により、株価水準の大幅な下落が引き起こされた。つまり90年代の逆の循環メカニズムが急速に動き出したのだ。

米国型の市場主義経済がもてはやされ、株価・収益重視経営が万能かのような幻想があったが、ここきてその経営が近視眼的であり、長期の視点への注意がなおざりにされてしまう弱点が露呈した。わが国でも米国型経営を目指して多くの改革が行なわれている。しかし株価・収益重視経営だけでは、90年代のレバレッジ経営やバブルをまったく制御できなかったことは興味深く、わが国が目指す経営にも教訓を与えているのではないだろうか。