

# アメリカ「株価急騰」の金融メカニズム

松 田 岳

はじめに

第1節 「株価急騰」のメカニズムは何によって起動したのか

- (1) 「株式投資信託重視説」への疑問
- (2) 「起動因」としての「現金型」M&A

第2節 「株価急騰」の自律的展開過程

- (1) 株式投資信託の膨張
- (2) 株式の「貨幣化」と自社株買いの増加

第3節 「株価急騰」はどのようにファイナンスされたのか

- (1) 「個人金融資産シフト説」への疑問
- (2) 銀行信用の膨張
- (3) 外資流入の増大

おわりに——反転の可能性をめぐって

はじめに

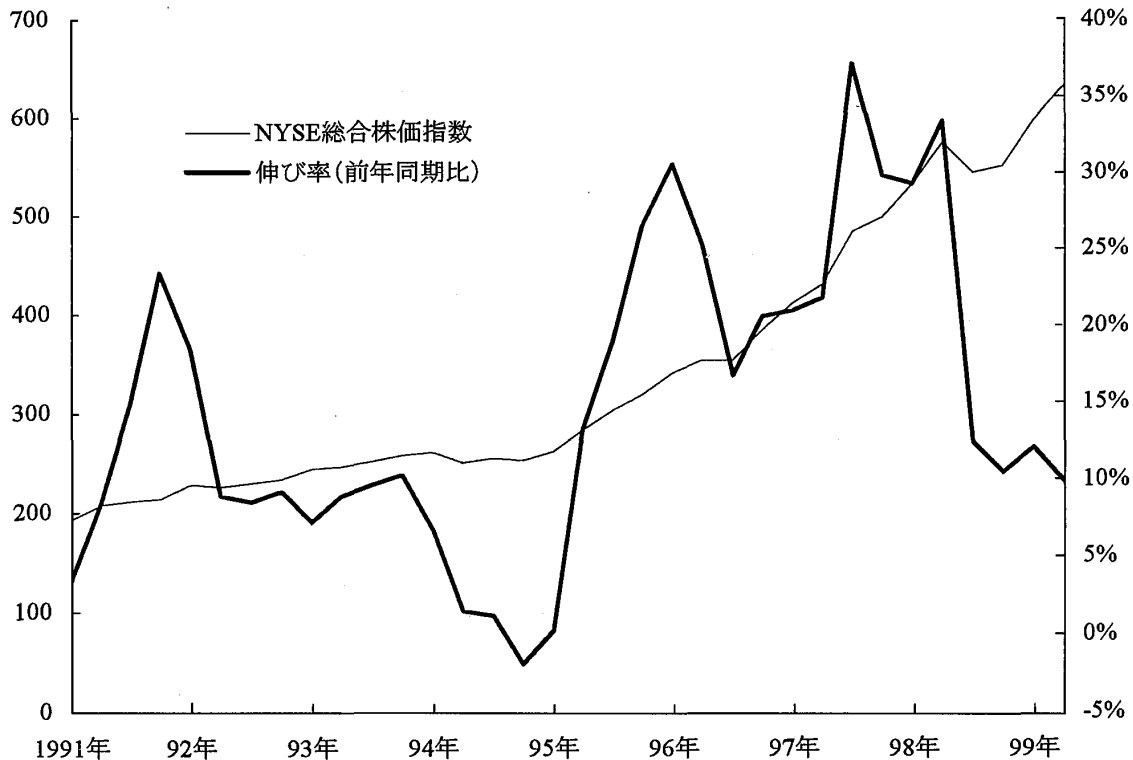
「株価急騰」は、1990年代後半のアメリカの経済成長を特徴付ける重要な経済現象の一つである。

アメリカの株価は、実体経済が90年代初頭の短期間の景気後退を脱するのと歩調を合わせるかのように、90年秋口以降上昇し始め、その上昇傾向は現在まで概ね一貫して続いてきている。とりわけ95年以降、株価はそれまでの上昇速度を大きく上回る速度で上昇し始めた。ニューヨーク証券取引所（NYSE）が発表するNYSE総合株価指数でみた株価は<sup>1)</sup>、1991年第1四半期から1994年第4四半期の平均上昇率が7.4%であったのに対し、1995年第1四半期から1998年第2四半期にかけては17.4%へとその上昇率が大きく高まっている（図1）。まさに「急騰」と形容するに相応しい上昇ぶりである。

1) NYSE総合株価指数は、NYSEに上場する企業全ての株式の価格を、1965年12月31日の価格を50という基準値に定めた上で、指数化したものである。この指数を本稿で考察する際の指標とした理由は、他のベンチマークであるダウ・ジョーンズ工業株30種平均やStandard & Poors 500種に比して指数の対象となる株式の数が多いため、①アメリカの株価の全般的な動向を示しており、かつ②対象銘柄の変更や起業・廃業に伴う対象企業の変更が指数や平均価格に与える影響が少なく相対的に継続性が保たれていることから、アメリカの株価の全般的な動向を分析対象とする本稿の趣旨と合致すると考えるからである。

図1 ニューヨーク証券取引所総合株価指数<sup>2)</sup>とその伸び率

(伸び率=右目盛、株価指数=左目盛、1965年12月31日=50)



注) 総合株価指数は、ニューヨーク証券取引所上場企業の全株式の価格を1965年12月31日の価格を50とし、指数化したものである。

(資料) New York Stock Exchange, *Market Information: NYSE Daily Index Closes*  
<http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html>より作成

こうした「株価急騰」は、実体経済の「低インフレ下の経済成長」とともに<sup>2)</sup>、90年代のアメリカ経済の特徴を示す経済現象として大きな注目を集めており、多くの経済学者がこの問題に関心を寄せ、その解明に取り組んできた。

しかし、そうした取り組みが十分に「株価急騰」の意義やメカニズムを明らかにしてきたか

2) 「低インフレ下の経済成長」については、アメリカ経済の景気循環が「消滅」ないしは「取るに足りないものとなった」と分析する「ニュー・エコノミー論」に大きな注目が集まっている。「ニュー・エコノミー論」の代表的なものとしては、Weber, Steven, "The End of the Business Cycle?," *Foreign Affairs*, Volume 76, No. 4, July-August 1997, pp. 65-82. Mandel, J. Michael, "The New Business Cycle," *Business Week*, March 31, 1997. Romer, Peter, "Increasing Returns and the New World of Business," *Harvard Business Review*, July-August, 1996. がある。一方、「ニュー・エコノミー論」に反対する立場の論文としては、Krugman, P., "Seeking the Rule of the Waves," *Foreign Affairs*, July-August 1997, p.136-141. "How Fast Can the U.S. Economy Grow?," *Harvard Business Review*, July-August 1997, pp. 123-129. "America the Boastful," *Foreign Affairs*, May-June 1998, pp. 32-45. (ポール・クルーグマン「アメリカ経済に奇跡は起こらない」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1997年11月号, 『景気循環の消滅』説に反論する』『中央公論』1997年8月号, 「21世紀は、再びアメリカ

といえばそうとは言えない。なぜなら、これまでの研究はその重点を主に株価の「妥当性」に置いてきたため、その議論はアメリカ経済のファンダメンタルズを「反映」した妥当なものか、「乖離」した「バブル」「ユーフォリア」なのかという形で展開されてきた<sup>3)</sup>。「非バブル」論は、株価が「予想」や「期待」をつねに正確に反映する合理性・妥当性を持っていると考えるため、「株価急騰」そのものについて全く疑問を持たない。一方、「バブル」論者は、「バブル」という金融と実体経済との乖離を問題にはしているものの、その乖離の量的な側面のみを問題にしており、乖離を産み出す金融的なメカニズムの解明に十分に取り組んでいるとは言い難い。また、「妥当性」の問題を離れて、株価上昇のプロセスを考察している場合においても、株式市場への資金流入経路を単に列記するにとどまっている。それらが如何にして資金流入経路として「機能」したのか、またそれら経路が「機能」し続けることが可能となった条件などについては十分な関心が払われてこなかった。

本稿は 95年以降の「株価急騰」をもたらしたメカニズムを以下の構成で考察する。第1節では、「株価急騰」のメカニズムの「起動因」を明らかにする。資金流入経路の列記にとどまってきた従来の諸議論の欠陥は、この点を明らかにしていないことにある。第2節では、「株価急騰」を促進させた株式市場への資金流入の諸経路について分析する。そして第3節では、こうした諸経路を通じて流入し、「株価急騰」の持続を支えることになった資金はどのように

---

の世紀になるか』『論座』朝日新聞社1998年6月号)。篠原総一「ニューエコノミー論の是非を検証する」(『世界』, 岩波書店, 1998年7月号, 106-117ページ) などがある。本稿は「株価急騰」とそのメカニズムにその分析対象を限定しているため、これら「ニュー・エコノミー論」を巡る議論については深く立ち入らない。

- 3) 「妥当性」を計量的に分析する際には、予想配当、期待収益を用いた「割引現在価値モデル」が活用されている。その例としては、Carlson, John B. and Kevin H. Sargent. "The Recent Ascent of Stock Prices: Can It Be Explained by Earnings Growth or Other Fundamentals?", Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Review*, Vol. 33 No. 2, Quarter 2, 1997, pp. 2-12があげられる。ファンダメンタルズを反映した「妥当」なものとする「非バブル論」者の主張を、小野は「<供給側>から見たバブル」として、次のようにまとめている。「現在の株価水準は、将来の収益の動きも織り込んで決められているはずだから、資産価格は単に生産力を映す鏡であり、株価や地価は実体経済を反映する鏡である」「したがって、基本的には、資産価格にバブルはない(実態から乖離が生じない)」「資産価格が実体と乖離するとすれば、それは将来収益の見通しを誤ったためである」「したがって、バブル崩壊は基本的に望ましい。なぜなら、誤った実体経済に対する見通しが修正され、株価や地価が本来の正しい水準にもどることだからである」(小野善康『景気と経済政策』, 岩波新書, 1998年9月, 26-29ページ)。こうした主張を展開している「非バブル論」には、"Editorials: Does America have a bubble economy? No", *Business Week*, May 4, 1998, p. 76. や Mandel, Michael J. "Why America won't be next", *Business Week*, May 18, 1998, p. 42. などがある。一方、アメリカの現状を「バブル」であると評価する主張の代表的なものとしては、次のようなものがある。"America bubbles over", *The Economist*, April 18, 1998, pp. 67-69. Samuel Brittan, "Economic Viewpoint: Bubbles do burst", *Financial Times*, July 22, 1999, p. 10.

ファイナンスされたのか、またそのファイナンスを可能にした諸条件はいかなるものであったのかを解明する。「おわりに」では、「株価急騰」のメカニズムが「反転」する可能性について言及したい。

## 第1節 「株価急騰」のメカニズムは何によって起動したのか

### (1) 「株式投資信託重視説」への疑問

株価が持続的に上昇し続けるためには、株式の時価の上昇にともなって増大する売買額を支えるために必要な額の資金が、不断に株式市場に流入し続けなければならない。したがって、95年以降に株価の上昇速度が大きく増したということは、それ以前よりも多額の資金が株式市場へと流入したことを意味する。

そこで問題となるのは、どのような契機によって多額の資金が流入するようになったのか、どのような経路で株式市場に流入した資金が株価急騰の「起動因」となったのかということである。その際注意が必要なのは、「起動因」を明らかにしようとする以上、「株価上昇」を前提にはできないということである。アメリカの「株価急騰」を取り扱った議論の中で最も一般的な見解といえる、「株式投資信託重視説」が見落としているのはこの点である。

株式投資信託 (Stock Mutual Fund, 以下株式投信と略す) は、証券投資を目的とする投資会社を設立し、投資家 (株主) にその発行「株式」を取得させる会社型投資信託 (Mutual Fund, 以下投信と略す) の一種である<sup>4)</sup>。投信は「株式」の発行によって集めた資金を投下する金融商品によって分類され、株式投信はそのほぼ全額を株式投資に振り向ける投信である<sup>5)</sup>。株式投信への資金流入が増大するためには、その前提として株式投信の利回りが上昇していなければならないが、そのためには投資対象である株式の価格が上昇していなければならない。株式投信の投資対象である株式がどのように組み合わせられていたとしても、その投資対

4) 投資家が投資信託に投資する際に受け取るのは、その投資信託の「株式」である。投資信託が会社型株式投資信託と呼ばれるのはこのためである。ちなみに、投資信託は、投資家がこの投資信託の「株式」を売却したい時に「随時に」=「オープンに」買い戻しに応じることから「オープンエンド型」と呼ばれている。これとは逆に、投資信託が株式を買い戻さず、取引所や店頭市場で市場価格にもとづいて売買されるタイプは「クローズドエンド型」と呼ばれており、ヘッジファンドはこれにあたる。アメリカでは「オープンエンド型」投信がほとんど (96.8%) を占めている。投資信託の「株式」の売買は、運用資産の時価総額を発行株式数で除したNAV (Net Asset Value, 一株当たりの純資産価額) で行われる。詳しくは、荒井和雄・後藤淳夫「グローバル化、制度改革の流れと会社型投資信託」(社団法人証券投資信託協会『証券投資信託月報』第373号, 1991年10月, 11-29ページ) を参照。

5) その他には社債等の債券投資を中心とした債券投資信託 (Bond Fund), CD (譲渡性定期預金) やTB (短期国債) など満期1年未満の短期金融商品を対象に投資を行うMMF (Money Market Fund), そして上記3種類の複合型である複合型投信 (Hybrid Fund) がある。詳しくは, Investment Company Institute, 1999 *Mutual Fund Fact Book*, May 1999, pp. 11-24. を参照。

象である株式価格の上昇が全般的に伸び悩んでいたとすれば、株式投信の利回りもまた伸び悩むことになる。すなわち、前提として「株価上昇」がなければ株式投信への資金流入も増大せず、したがって「株式投信の膨張→株価上昇」というプロセスもまた始動しないということになる。こうした関係は、株価が伸び悩み、それ故に株式投信のトータルリターンが低下した94年の翌年に、株式投信への資金流入額が低迷し、他方株価急騰により株式投信が記録的利回りを実現した95年の翌年には、資金流入が激増したという事実にも明確に現れている。それでは、95年以降の「株価急騰」の「起動因」と見なしうる資金流入経路とは何だったのであろうか。

## (2) 「起動因」としての「現金型」M&A

「株価急騰」への胎動は、急騰が始まる1年前にすでに生じていた。それは94年以降の企業行動の変化とそれに伴う株式市場への資金流入であった。

情報関連投資を中心に企業の設備投資が増大しはじめたことにより、アメリカ経済は景気後退から脱し、回復へと向かった。景気拡大が持続する中で、企業の投資は設備投資にとどまることなく、他の企業自体を取り込んでしまうというM&A (Mergers & Acquisitions, 企業の合併・買収) にまで及んだ。アメリカにおけるM&Aは、70年代後半から80年代にかけて、件数・金額ともに当時で史上最大規模に達するというブームを迎えたが、ブラック・マンデーの発生と80年代末以降の経済成長の鈍化を境として、そのブームも沈静化していた。それが90年代初頭を境として徐々に増加しはじめ、94年以降急増することで現在まで続く第5次M&Aブームを形成するに至っている<sup>6)</sup>。

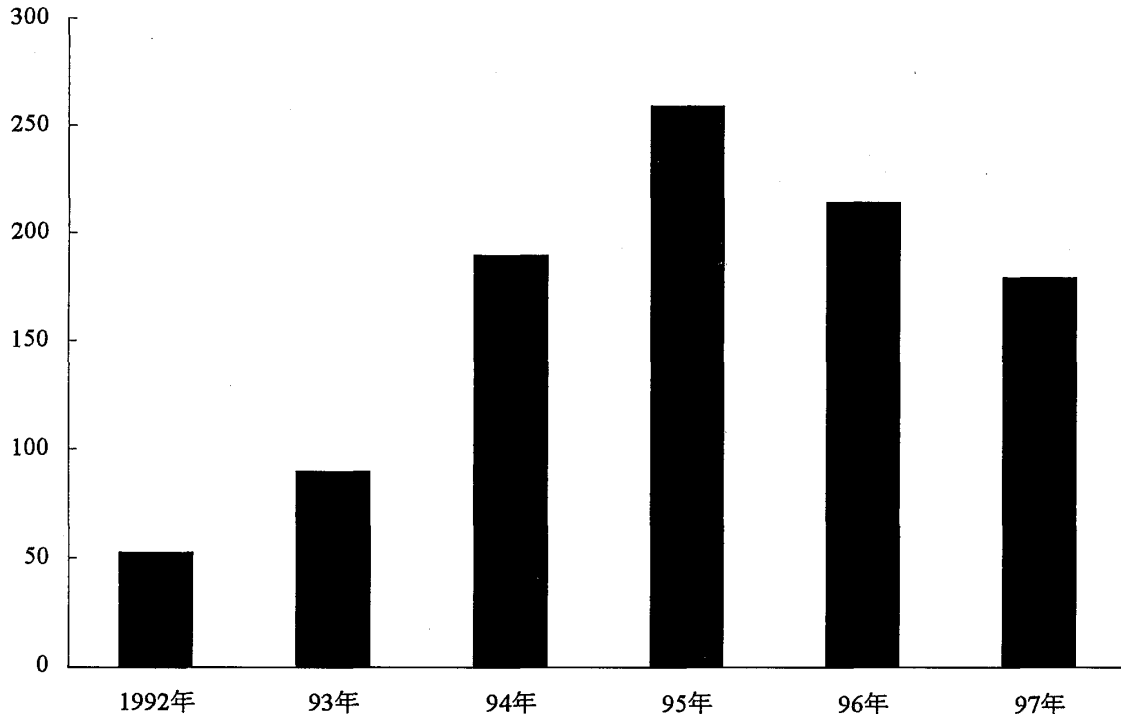
第5次M&Aブームはいまなお継続しているため、その一貫した特徴を指摘することは困難であるが、その前半期にあたる94年～96年については少なくとも次の二点が指摘できる。第一に、M&Aを行う企業が金融産業と情報通信産業の2つの産業に集中していることである。両産業でM&Aが盛んに行われるようになった直接的契機は<sup>7)</sup>、金融産業については国法銀行

6) M&Aブームは、西川・松井によると、1893～1904年の第1次ブーム、1920年代後半の第2次、1960年代の第3次、1975年頃～1980年代にかけての第4次ブームとなり、それに従うと1990年代のM&Aブームは第5次ということになる(西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』、有斐閣、1989年5月、324-325ページ)。80年代の第4次M&Aブームの特徴については、(1) 事業分割が大きな位置を占めるにいたったこと、(2) 特定の産業に集中していること、(3) 買収価格の時価に対するプレミアムがきわめて高く、現金で買収する比率が高くなったこと、(4) 外部資金の調達により、少額の自己資金で大型のM&Aを行ったこと、などが指摘されている(中本悟、「1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動——LBOを中心に——」、大阪市立大学経済研究所『季刊経済研究』、Vol. 13, No. 2, 秋、1990年2月、54-82ページ)。

7) もちろん、第5次M&Aブームは、産業構造の変化や整理される産業での現実資本の過剰などの複数の要因によって引き起こされたものであるが、その要因の究明は本稿の主題から外れているため深く立ち入らない。

図2 米企業の現金型 M&A 額<sup>注)</sup>

(単位: 10億ドル)



注) 現金型 M&A 額は *Mergers & Acquisitions* 誌各月号の資料を元に推計した。推計方法は以下の通りである。まず、M&A 取引を取引価格と取引形態で分類する。取引価格は500-1000万ドル、1001-1500万ドル、1501-2500万ドル、2501-5000万ドル、5001-9999万ドル、1億ドル超の6つのレンジに分類し、取引形態は M&A 実施企業の発表に基づき「現金型」「複合型」「株式交換型」「不明」に4分類する。その上で、各価格レンジにおける「現金型」の件数を、各レンジの下限で乗じる。例えば500-1000万ドルのレンジの「現金型」M&A が10件なら、当該レンジの現金型 M&A 額を500万ドル×10件=5000万ドルと推計する。同様の方法で6つのレンジ全てについて推計し、その和を現金型 M&A 額とした。

(資料) *Mergers & Acquisitions*, various issues. より作成

が複数の州にまたがって業務を行うことを禁じた州際業務規制の撤廃<sup>8)</sup>、情報通信産業に関しては遠距離通信業界、ケーブルテレビ業界などに関する規制の改定などがあげられる。第二に、合併・買収の取引形態において、「現金型」M&A が取引件数・取引額ともに過半を占めることである。「現金型」M&A は、94年に前年比で約100億ドル、95年には約70億ドル増加し、約270億ドルに達した(図2)。第5次 M&A ブームの中でも、その前半期にあたる94年、95年には全取引件数の約66%が「現金型」M&A であり、件数だけで見ると「現金型」M&A が主流を占めるようになった第4次ブームの1981~88年の37~59%を匹敵ないしはそれを上回る規模である。しかも、第4次ブームは LBO (レバレッジド・バイ・アウト) という一部の極め

8) リーグル=ニール州際銀行業務及び支店業務効率化法 (Riegle-Neal Intestate Banking and Branching Efficiency Act of 1994) の発効によって州際業務の規制は撤廃された。

て投機的かつハイ・レバレッジな活動によって現金型 M&A の比率を押し上げられたが<sup>9)</sup>、今次のブームではほとんど LBO は実施されていないにもかかわらず現金型 M&A の比率が上昇しているのである。第5次 M&A ブームの特徴のうち「株価急騰」との関連で重要なのは、この第二の特徴である。

なぜなら、「現金型」M&A は合併・買収先の株式を直接現金で購入するため、直接株式に対する需要に直結し、株価の上昇に寄与するからである。M&A には被買収企業の株式を現金で買い取る「現金型」と自社株との交換によって買い取る「株式交換型」、そして両方の混合型である「現金・株式型」がある。「株式交換型」の M&A は、買収される企業の株式が買収する企業の株式にある一定の比率で置き換わるだけであって、市場においては株式への需要増大となっては現れない。「株式交換型」M&A とは異なりそのまま株式の需要の増加となつてあらわれる「現金型」M&A の急増が、95年以降の「株価急騰」メカニズムの「起動因」となったのである。なぜなら、M&A に伴う資金流入は基本的にキャピタル・ゲインを目的としていないからである。すなわち、前提として株価が上昇していなくても、「現金型」M&A は増大しうるし、実際に増大したのである。M&A を実施する企業からすれば、株価が低ければ低いほど、買収に費やすコストが少なくてすむため、M&A を行いやすい。90年代に入って M&A 取引件数および取引価額ともに一貫して増大しているものの、株価急騰後の96年以降、現金で合併・買収先の株式の全部または一部を買い取る「現金型」M&A 額が減少し、現金を必要としない「株式交換型」が M&A の中心となってきたのもこうした理由からである。このように株価上昇を「前提条件」としない需要である「現金型」M&A が94年、95年と大きく増加したことが契機となつて、株式価格もその上昇をはじめた<sup>10)</sup>。

「現金型」M&A が「株価急騰」の「起動因」であると考えれば、当然次のような疑問が生じる。その疑問とは「株価急騰」と「現金型」M&A の急増との間に生じる「時期のズレ」である。94年に「現金型」M&A の急増によって株式需要が高まっていたのなら、株価が急騰し始めるのは95年ではなく94年のはずである。こうした「時期のズレ」を理解するためには、家計部門から株式市場への資金フローに着目する必要がある。91年に始まった景気回復が94年に至って急成長へと転化することによって、景気過熱に伴うインフレーションの発生を懸念し

9) LBO とは次のような手続きで行う買収である。「買収のための受け皿となる持ち株会社であるペーパーカンパニー（シェル・コーポレーション）を設立し、この会社が銀行借入れ（買収資金総額の50～60%）や債券の発行（20～30%）、エクイティ（10～15%）によって買収資金を調達する。この買収資金による企業の合併・買収が完了した後あと、このシェル・コーポレーションは被買収企業と合併し新会社となる」「80年代の LBO にとって特徴的なのは、これまでの伝統的な LBO とは異なり買収資金を被買収企業の資産もしくはキャッシュフローを引当てにして、多数の金融機関からの負債によって調達するという点である」（中本、前掲論文、62-64ページ）。

10) 個別企業が M&A の手段を選択するにあたって、どのようなコスト比較の後に「現金型」を選択したかについては、本稿の主題から外れているため深く立ち入らない。

表1 家計及び非営利組織の金融資産のネットワーク

(単位:10億ドル)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
定期・貯蓄預金	-53.9	-74.6	-113.0	-12.2	164.5	165.0	170.2	185.5
M M F	9.2	-40.9	-0.6	13.4	97.9	56.1	82.9	149.8
政府証券	3.4	78.2	-15.0	297.3	-40.6	29.2	-192.6	-103.5
地方債	40.0	-27.0	-32.1	-50.2	-43.5	-22.2	29.4	31.1
社債・外債	38.7	2.3	31.3	30.5	95.0	49.3	76.1	33.1
株式	-49.2	0.3	-58.1	-175.8	-216.0	-327.3	-571.1	-542.1
投資信託	103.3	133.9	205.1	67.4	94.7	180.8	259.0	263.3
保険	26.8	29.1	37.1	35.5	45.8	44.5	54.3	53.3
年金基金	215.6	245.3	268.0	254.7	235.1	246.9	304.0	290.2

(資料) Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings, 1991-1998*, September 15, 1999, p. 9. より作成

た連邦準備制度理事会 (Board of Governors of Federal Reserve System: Fed) が金融調節の対象金利である FF (Federal Fund) 金利の誘導目標を, 1994年5月17日以降, 95年2月1日までの一年弱の間に, それまでの3%から5.25%へと引き上げた。この大幅かつ急速な金融引き締めによって経済成長が減速ないしは後退するとの懸念から, 家計部門から株式市場への資金流入が途絶え, 逆に資金が流出する事態に陥った。例えば(表1)を見ても明らかなように, 家計部門による株式の直接保有は90年代に入って一貫して売却超過を記録しているが, 94年の売却超過額は前年の581億ドルの約3倍に相当する1,758億ドルへと急増した。企業部門からの資金流入は, こうした家計部門の資金流出によって相殺されることにより, 結果として94年の時点で株価急騰に結びつかなかったのである。株価上昇の潜在的な契機は94年にすでに存在していたものの, それが実際の株価の上昇に結びつくのは95年に入って家計部門の資金がネットで横ばいの状態になってからであった。

次節においては, 以上のようにして起動した「株価急騰」が, その後どのような促進要因を生み出しながら「株価急騰」のメカニズムを形成したかについて検討する。

## 第2節 「株価急騰」の自律的展開過程

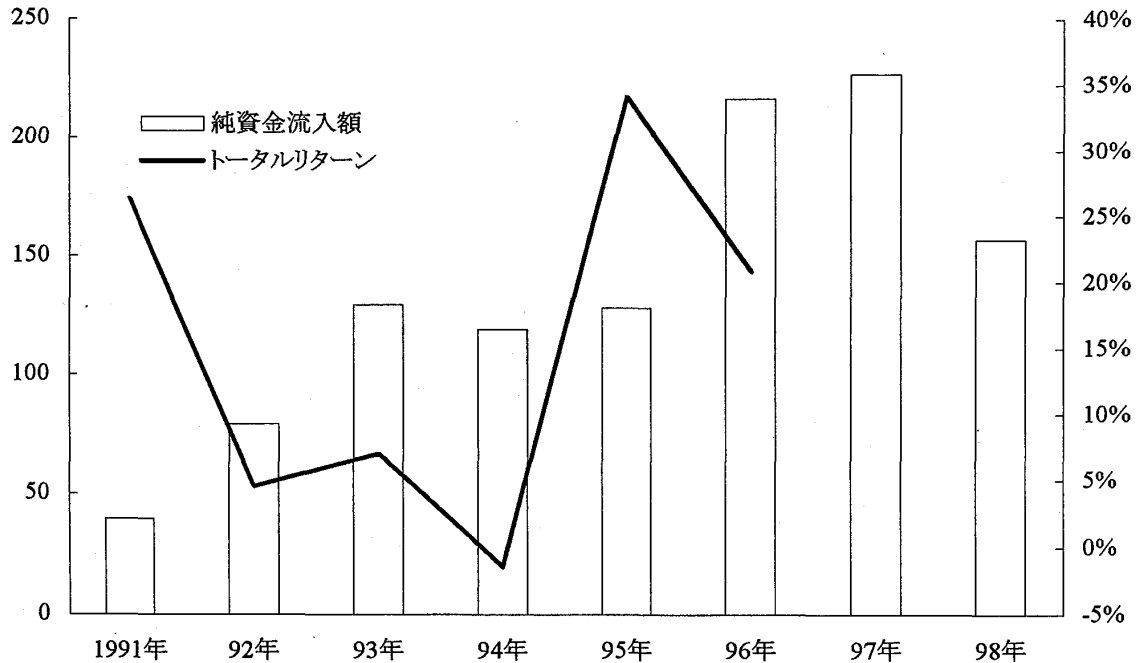
### (1) 株式投資信託の膨張

「現金型」M&A を直接の契機とした株価上昇が次に引き起こしたのは, 株式投信の膨張である。(図3)によれば, 株式投信への新規資金の純流入額は, 94年に対前年比で約100億ドル減少した後, 95年に約100億ドル増加し93年の水準にまで回復した。そして, 株価急騰後の96年に株式投信が35%を超える利回りを実現したことによって, 900億ドル弱もの大量の資金が株式投信へと流入した。



図3 株式投資信託のトータルリターンと純資金流入額

(純資金流入額=左目盛、10億ドル、トータルリターン=右目盛)



(資料) Investment Company Institute, 1998 Mutual Fund Fact Book, May 1998, p. 75.

Investment Company Institute, 1999 Mutual Fund Fact Book, May 1999, p. 75.

財団法人日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場1998年版』, p. 269

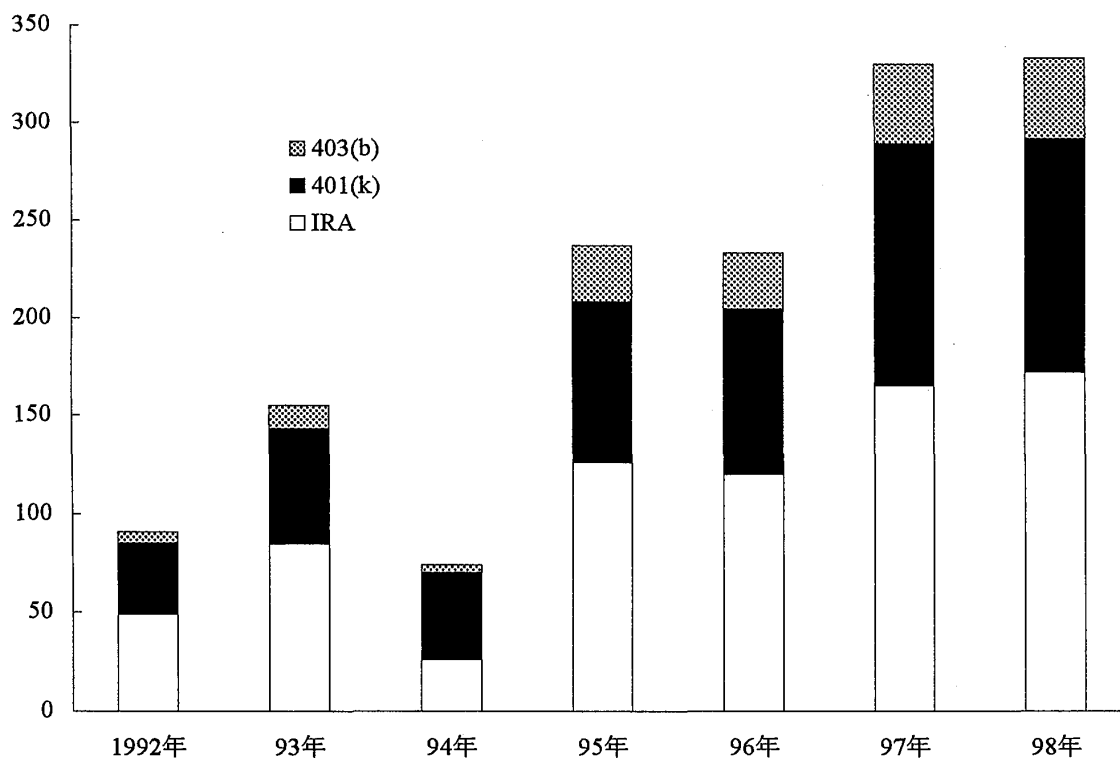
(原出所: Wiesenberg Lnuestmeut Campanies 1997) より作成

株式投信への資金流入額の資金流入経路別内訳が明らかでないため、どの資金流入経路が有力であったかは不明であるが、その経路としては二通りの経路が考えられる。第一は個人が直接に投資信託を購入するという経路である。インターネットや電話を用いたダイレクト販売や銀行の窓口販売など、投資信託の販売チャンネルの多様化がこうした個人の直接購入を容易にした。家計（個人）だけでなく非利益団体も含まれていることに加え、投資信託の計数には債券投信やMMF、ハイブリッド型投信も含まれているため個人資金の株式投信への流入額を正確に表しているとはいえないが、概ねの傾向は示していると考えられる（表1）を見ると、個人資金の投資信託への資金流入額は、94年に対前年比で大幅に減少した後、95年に947億ドル、96年に1,808億ドル、97年に2,590億ドル、そして98年には2,633億ドルと、年を追うごとに増大した。こうした個人の直接購入に加え、他の金融商品及び年金を通じた企業と個人の間接購入が第二の経路である。間接購入は、確定拠出型年金 (Defined Contribution Plan)<sup>11)</sup> について

11) 確定拠出型年金の特徴としては次の諸点が指摘されている。第一に、従業員の税引き前所得から拠出が行われるため、拠出金に対する課税が年金の給付時まで繰り延べられること。第二に、企業の拠出金は損金に算入され、利益が相対的に増加する要因となる。第三に、従業員が死亡や金銭的な困難に陥るなど、特別な場合を除いては、59歳と半年まで年金を引き出すことができないことである。確

図4 米国の確定拠出型年金<sup>注)</sup>の投資信託への純資金流入額

(単位: 10億ドル)



注) 403 (b) と IRA については脚注12を参照。

(資料) Investment Company Institute, *Retirement Assets Held in Mutual Funds by Type of Plan, 1990-1998*, [http://www.ici.org/facts\\_figures/retirement\\_stats\\_hist.html](http://www.ici.org/facts_figures/retirement_stats_hist.html) より作成

みれば、サラリーマンや主婦や自営業者など全ての個人が独自に設定出来る IRA (Individual Retirement Account, 個人退職勘定) への拠出を通じた、または企業年金の給与天引きの選択拠出を通じた間接購入と、従業員の年金口座に対する個人の拠出分に相当するマッチング拠出を通じた企業による間接購入とに分けられる<sup>12)</sup>。こうした年金を通じて保有する金融資産に

定拠出型年金は 401 (k) の他に、非営利組織向けの 403 (b)、自営業者が自己及び従業員のために設定する年金制度の Keogh Plan、当初は企業年金非加盟の個人が対象だったが、1986年以降企業年金に加盟していても個人が独自に設定することが可能となった IRA、従業員100人以下の中小企業向け簡易年金制度 IRA-Simple、などがある。401 (k) 及び年金制度について詳しくは、Economic System Inc., *Study of 401 (k) Plan Fees and Expenses*, (邦訳、日興証券・確定拠出型年金調査委員会訳『アメリカ労働省レポート 401 (k) プラン その手数料と費用』、東洋経済新報社、1998年10月) を参照。

12) 課税繰り延べ対象の選択拠出金の上限は内国歳入法402条 (g) 項で1987年に定められ、現在上限1万ドルとなっている。また、企業のマッチング拠出金については、マッチング拠出金は通常、選択拠出金に比例させるが、雇用主がある上限額を定め、想定以上にマッチング拠出金が支出するのを避けている。全てを合わせた課税繰り延べの上限額は、内国歳入法415条によって、当該従業員の年間給与の25%、あるいは3万ドルのどちらか低い方と定められている。

占める投資信託の割合は、90年代を通じて高まってきている。例えば401(k)<sup>13)</sup>の場合であれば95年の31%から98年には42%へ、また同様にIRAについては95年の13%から98年には17%にまで増大している<sup>14)</sup>(図4)。株式投信への運用比率の増大は、株価上昇によって株式投信の利回りが上昇したからであるが、こうした動きは、確定給付型年金(Defined Benefit Plan)に比べ株式投信への運用比率の高い確定拠出型年金の年金資産全体に占める割合が高まったことによっても、「年金→株式投信→株式市場」という資金水路を拡大させる結果となった。確定拠出型年金の割合が高まった直接の契機の一つとしては、92年にERISA(Employee Retirement Income Security Act of 1974, 1974年従業員退職所得保障法)に404条(C)項の規制が追加されたことによって受託者(年金プランを提供する企業)責任が重くなり<sup>15)</sup>、従来型の確定給付型年金の負担が増したことがあげられる<sup>16)</sup>。

こうした資金水路を通じた株式市場への資金流入は、「株価急騰」がもたらす株式投信の利回りの上昇によって株式投信への追加的な資金流入を招き、そのことがまたさらなる株価上昇を招くという「自律的」な展開過程を形成した。株式「投資」によって株価が上昇し、キャピタル・ゲインが得られるようになると、それを期待してさならる「投資」資金が集まる。90年代のアメリカにおいては、こうした「投資」資金の水路として株式投信が大きな役割を果たした。キャピタル・ゲインを目的の「『投資』が『投資』を呼ぶ」状態こそが株価の急騰をもたらしたのである<sup>17)</sup>。

13) 401(k)プランとはIRC(内国歳入法)の401(k)項の規定を満たし、課税上の優遇措置を受けられることができる退職プランを指す。401(k)の特徴としては主として次のような諸点が指摘されている。①IRAや転職先の確定拠出年金に容易に移管できるという携帯性。②課税を退職時にまで繰り延べられること。③自分の判断で貯蓄額を決定でき、年金積み立てが把握しやすさ。

14) Investment Company Institute, *PERSPECTIVE*, Vol. 3/No. 1, March 1997, p. 4. 計数については、Investment Company Institute, op. cit., May 1999, p. 52. Investment Company Institute, *1996 Mutual Fund Fact Book*, May 1996, p. 48. を参照。

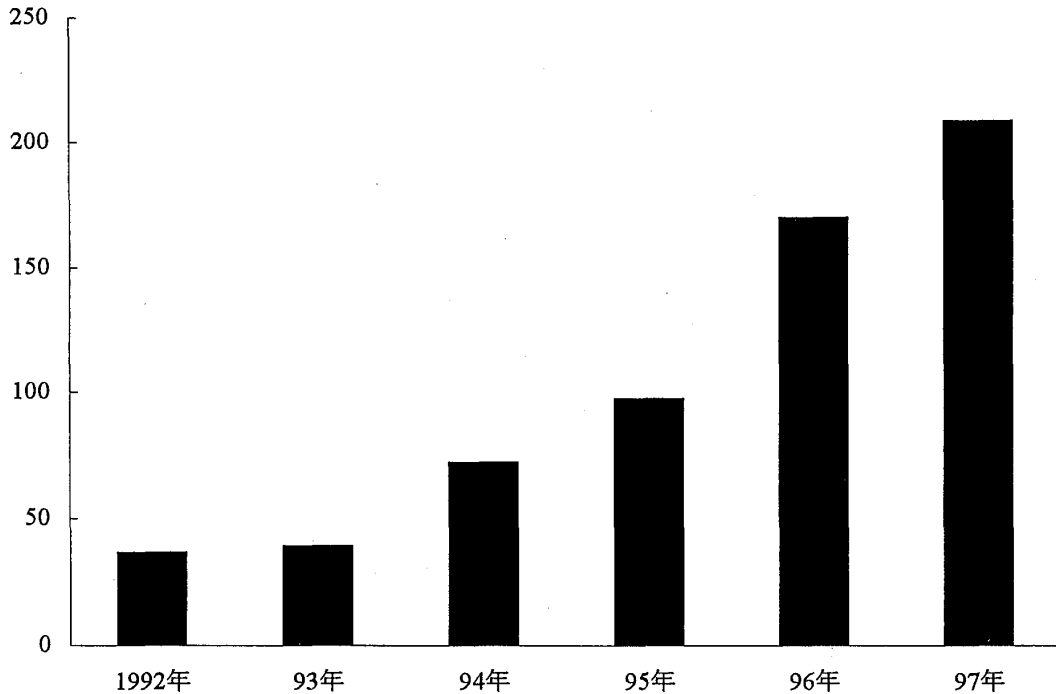
15) 具体的には、401(k)プラン・スポンサーが果たすべき最低限の受託者責任を示し、下記の3つの規定に従う限りにおいて、受託者責任の一部が免除されるというものであった。1)最低3種類以上のリスク・リターン特性の異なる分散可能な投資選択肢を提供しなければならない、2)加入員が少なくとも四半期に一回は投資内容を変更することを可能にしなければならない、3)加入員が投資の意思決定を行いうるための適切な情報の開示・提供を行わなければならない。

16) FAS87の厳格化によっても確定給付型年金の負担は増大した。その内容は(1)DBプランの年金会計では、時価ベースでの年金債務の現在価値を求める際の割引率として長期債の市場金利を適用しなければならず、年金債務の金利リスクが増大した、(2)DBプランの内、積み立て不足になっている年金プランは、貸借対照表の負債側にこの不足額を計上しなければならなくなった、(3)年金プランの剰余部分の変動がプランの資産または負債の10%を上回った場合、営業損益として損益計算書に計上する義務が生じた。アメリカではこの規定によってDBプランの運用の如何が企業収益に影響を及ぼすことがはっきりと示されたことになり、企業の株価や格付けへの影響も避けられなくなっている。

17) 山口は、このようにして収益が拡大していくメカニズムを、①価値生産に基礎を置くものではない、②収益基盤が参加者(資本)の不断の拡大にある、ということから「ネズミ講」的収益メカニズムと

図5 米企業の自社株買い額

(単位: 10億ドル)

(資料) *Mergers & Acquisitions, various issues.* より作成

しかし、株価が上昇すればするほど、株式発行による資金調達が比較的容易になるため、株式発行が増加し、需要増大によって逼迫していた株式需給が緩和することで株価が低下するという「制動・反転のメカニズム」<sup>18)</sup>が作動するはずである。しかし、90年代後半のアメリカにおいては一貫してネットの株式による資金調達額はマイナス、すなわち株式買戻額が株式発行額を上回っていたために、「制動・反転のメカニズム」は作動することはなかった。次項では、株価の上昇が逆に株式の供給を制限することで「株価急騰」を促進するという、90年代後半のアメリカの「株価急騰」独自のメカニズムについてさらに検討を進める。

## (2) 株式の「貨幣化」と自社株買いの増加

90年代後半のアメリカの「株価急騰」局面において株式の供給が大きく制限されたのは、企業が自社の発行済み株式を市場から買い戻すという「自社株買い」を活発に行ったからである。1992年に357億ドルであった自社株買いは、95年には969億ドルにまで達していたが、96年には

呼んでいる(山口義行「金融『革新』と日本経済」、久留間健・山口義行・小西一雄編『現代経済と金融の空洞化』、有斐閣選書、1987年6月、34-36ページ)。

18) 日本の80年代後半の「株価急騰」期においても、「『制動・反転のメカニズム』が作動しない」現象が見られた(山口義行「『資産インフレ』の金融メカニズムについて(2)」、『名城商学』、第41巻第1号、1991年6月、53-56ページ)。株式に加え、土地の価格も急騰した日本の「資産インフレ」の分析については、山口の前掲論文が優れている。

1,693億ドルと、1,000億ドル弱もの大幅に増加を示し、97年には2,000億ドルを突破するといった具合に、増加テンポが大きく増した（図5）。企業がこのように自社株買いを積極化させたのはなぜであろうか。その理由としては、以下に示す株価上昇によってもたらされた企業行動の二つの変化が考えられる。

その第一は、配当から消却へという株主に対する利潤「還元」策の変化である。配当による利潤の還元は、90年代後半期のような株価急騰期にあつては、配当の増加が株価上昇に追いつけないため、必然的に配当利回りは低下することとなり、「還元」策としての意味は薄れてくる。そこで企業は自社株を買い戻し、発行済みの株式を消却することによって利潤の「還元」を行った<sup>19)</sup>。それが「還元」策として意味を持つのは、消却によって自己資本（株主資本）を減少させることで投下資本あたりの利益率が高まり、そのことによって企業評価が向上する。また仮に消却をしなくても、流通株式数を減少させ、金庫株として企業内に「固定化」することで、事実上株式供給が減少することで同様の効果が得られる。これらの効果により当該企業の株価は上昇し、それによってもたらされるキャピタル・ゲインが株主への利潤「還元」となる。こうした利潤「還元」策の変化が自社株買いの増加をもたらし、発行済み株式数の減少をもたらしたのである。

第二には、株式の「貨幣化」である。株式価格が持続的に上昇することによって、株式はそれ自体があたかも自立的にキャピタルゲインという「価値」を生み出す、自己増殖性をもつ「価値」であるかのような「錯覚」を与える。この「錯覚」は、次の二つの意味において株式を「貨幣化」させることとなった。

その一つは、報酬における株式の「貨幣化」、すなわち報酬の「株式化」である。ここでいう報酬の「株式化」とは、労働者の給与・俸給の支払いや企業の年金拠出に自社株もしくはその購入権が充てられるということである。もちろん、こうした「株式化」は90年代後半特有の現象というわけではない。90年代以前においても経営幹部のインセンティブを高めるための報酬として、ストック・オプション（自社株購入権）の割り当てが実施されてきた。90年代後半に特徴的なのは、報酬の「株式化」が、経営幹部だけでなく従業員全般へとその対象が拡大し、それとともに報酬が「株式化」する額も大きく増大したことである。ドイツ銀行のエコノミストである Joseph Carson によれば、「ストック・オプションが経営幹部だけでなく労働者に対する給与として活用されケースが増えており、Standard & Poors 500種指数（S&P500）の対象企業は98年末までに累計2,657億ドルのオプションを支給し、その時価総額は5,435億ドルに達している」<sup>20)</sup>。また、コンサルタント会社の William M. Mercer Inc によれば、アメリ

19) 小松和佳子「株価下落と金利低下で高まる自社株買い効果」（『大和投資資料』、1997年6月、10-11ページ）。

20) オプション支給額とその時価の差額は、もし金庫株が全く準備されていなければ、オプション行使に際して、自社株を買い戻すために企業が必要とする資金を意味する。この差額の2,780億ドルが、

カの大企業約40%が少なくとも従業員の半数以上にストック・オプションを提供している<sup>21)</sup>。また、年金の一つの形態であるESOP (Employee Stock Ownership Plan, 従業員持株プラン) に対する自社株の支給や<sup>22)</sup>、確定拠出型年金の運用資産のオプションの一つとしても自社株が提示されることが増え、確定拠出型年金プランの38%を自社株が占めているという調査結果もでている<sup>23)</sup>。

いま一つは、M&A取引における株式の「貨幣化」、すなわち株式交換型M&Aの増大である。株価が上昇することによって「現金型」による買収コストが増加したことに加え、株価が上昇している企業にとっては、「貨幣化」した自社株を買収資金として用いることで、容易に買収することが可能となったからである。

企業は自社株を買い戻し、手元に金庫株として確保することによって<sup>24)</sup>、報酬としての支給や合併や買収する際に拠出する「資金」として備えたのである。もちろん、金庫株は「固定化」されているとはいえ、報酬として支給されたオプションが行使され、その際金庫株から支給された自社株が流通市場で売却されたり、合併・買収の「資金」として株主に支払われれば、流通株式数は再び増大することとなる。とはいえ、恒常的に発行済み株式数の10%以上を金庫株として保有するケースも多く、例えば、96年末現在コカ・コーラ社は発行済み株式数の約28%を、フィリップモリス社は約13%を金庫株として保有している<sup>25)</sup>。確かに、自社株は流通市場から買い戻さなくても、新株を発行すれことによって賄うこともできる。しかし実際には、株式による資金調達状況を見ても明らかなように、企業は新株発行よりも自社株の買い戻しを選択している。これは同じ収益額を前提とすれば、発行済み株式数が増大することによって株主資本利益率が低下するためである。金庫株は消却されないため発行済み株式数は減少しないものの、株式がその発行主体の下に半ば「固定化」されるため、結果として株式供給は制限されることとなるのである。

---

S&P500対象企業の1998年の年間収益の78%に相当することからも、いかに報酬の「株式化」が進んでいるかが見て取れる (Koretz, Gene. 1999. "An Overlooked Labor Cost", *Business Week*, September 3, p. 12.)。

21) *Ibid.*, p.12.

22) ESOPは多面的な側面を持っており、①自社株を利用した繰り延べ報酬制度としての側面、②IRC (Internal Revenue Code) 401条(C)項に基づく確定拠出型年金としての側面、③自社の株主を自らが作り出すことによって、資本・株主構成を自らが変更できるという企業財務手法に活用されるという側面などがある。詳しくは、上田肇「ESOP: 米国型『従業員主権』経営——株式報奨制度による大企業再活性化」(野村総合研究所『財界観測』, 第61巻第3号, 1996年3月, 98-123ページ)を参照。

23) Economic System Inc, *op. cit.*, p. 171.

24) 金庫株(トレジャリー・ストック)とは、企業が保有している自己株式のことである。原則的に許可されているが、州によっては認められていない州もある。(小松, 前掲論文, 24-27ページ)。

25) 小松, 前掲論文, 24-27ページ。

以上見てきた「株価急騰」の自律的展開過程をまとめると、次の2つのルートにまとめることが出来る。一つは株式投信の膨張を通じた自律的展開である。「『現金型』M&Aにより『株価急騰』が始まる」→「株式投信の利回りが上昇する」→「株式投信に資金が流入する」→「株価がさらに上昇する」……。いま一つは自社株買いの増大を通じた自律的展開である。「『現金型』M&Aにより『株価急騰』が始まる」→「利潤還元策が配当から自己資本削減へ変化するとともに、株式が報酬の支給やM&Aに活用される」→「自社株買いが増大する」→「株式需要が増加するとともに株式供給が減少する」→「株価がさらに上昇する」……。

しかし、こうした「株価急騰」のメカニズムが機能し続けるためには、「制動・反転のメカニズム」の供給面の制限を突破するだけでは十分とはいえない。株式供給が減少したとしても、株式需要が増大しつづけない限り、株価は下落するからである。次節では、アメリカの「株価急騰」がいかにして需要面の限界を突破したのかについて分析する。

### 第3節 「株価急騰」はどのようにファイナンスされたのか

需要面の限界による「制動・反転のメカニズム」とは次のようなものである。「株価が急騰する」→「急騰を支えるのに必要な資金も増大する」→「資金需要が増大することで資金需給の逼迫する」→「金利が上昇することで投資コストが増大する」→「投資収益率が低下する」→「株式投資が減少に向かい、株価は上昇しなくなる」。「制動・反転のメカニズム」が働かず株価が急騰しつづけるということは、投資コストを増大させないような株式市場への不断の資金流入があった、ということの意味する。ここでは、株式市場への不断の資金流入により株価急騰を支える資金が供給された局面に着目し、この不断の資金流入がどのような資金源泉によって生み出されたものなのかを検討する。

#### (1) 「個人金融資産シフト説」への疑問

株高の資金源泉を巡る議論の中で、最も一般的かつ強調されてきた説としては「個人金融資産シフト説」である。これは、個人の金融資産に占める株式や株式投信の比率が高まることによって、すなわち株式や株式投信へとそれ以外の金融商品からシフトした資金が源泉となって株価が上昇した、という主張である。

確かに90年代前半における株式投信の膨張は、「預金関連商品→株式投信」という個人金融資産のシフトによって生じたものである。1990年12月以降7回にわたる短期金利の誘導目標の引き下げと3%という史上最低の短期金利の維持という4年半の長期にわたる金融緩和の状況下で、利回りが低下した預金関連商品から個人資金が大量に流出する事態が発生した。個人金融資産のフローの変化を表した(表1)をみても明らかなように、91年から94年にかけて合計約2,537億ドルの資金が定期・貯蓄預金から流出する一方で、投資信託には合計約5,097億ドル

もの資金が流入していたのである。Fedが92年にレギュレーションYを改定したことによって、銀行が自行顧客に対して積極的に投信の販売活動を行うようになったことも<sup>26)</sup>、こうした個人金融資産のシフトに一定の役割を果たした。

以上のように、90年代前半期については「預金関連商品→株式投信」という個人金融資産のシフトが株価上昇の主たる資金源泉であったといえることができるが、90年代後半についてもこうした「個人金融資産のシフト説」は当てはまるのであろうか。答えは否である。なぜなら、個人資金は95年以降も引き続き投資信託へ流入し続ける一方で、預金商品へのネットフローは95年を境として流出超過から流入超過へと転じているのである。(表1)を見ても明らかなように、定期・貯蓄預金については、個人資金が91年から94年に平均年間634億ドル流出していたのに対して、95年以降98年まで平均年間約1,713億ドル流入している。その一方で、大幅な流出超過の状態にあるのが株式の直接保有である。株式に対する個人資金のネットフローは92年を除いて一貫して流出超過となっているが、94年以降流出額が大きく増加し、97年には5,711億ドルの流出超過となっている。すなわち、90年代前半に預金関連商品から株式投信へとシフトした個人金融資産は、90年代後半には株式から株式投信へとシフトしたのであり、マクロ的にみると株式投信を購入する資金は、直接保有する株式を売却することによって賄われたことになる。株式の直接保有と間接保有を合わせた個人金融資産全体の観点から見れば、個人金融資産のシフトが株価上昇の資金源泉であったのは90年代前半に限られたことであって、90年代後半については当てはまらない。株式投信の膨張に伴う株式市場への資金流入は直接保有の減少によって相殺されるため、個人金融資産は90年代後半の株価上昇の資金源泉たりえなかったのである<sup>27)</sup>。したがって、「個人金融資産シフト説」は「どのように株価上昇のための資金がファイナンスされたのか」という問題の答えにはならない。

## (2) 銀行信用の拡大

「株価急騰を支える資金がどのようにファイナンスされたのか」という資金供給の源泉の問題は、究極的には「企業の年金への拠出やM&Aや自社株買いはどのようにファイナンスされたのか」という問題に帰着する。

企業の資金源泉は大きく分けて内部資金と外部資金の二つからなる。企業はその経済活動を

26) 詳しくは、佐賀卓雄「米国商業銀行の投資信託販売について」(財団法人証券経済研究所『証券経済研究』第6号、1997年3月、49-63ページ)、福光寛「米国における銀行の投資信託販売について」(『証券経済』186号、1993年12月、115-125ページ)、伊豆久「米国における銀行での投資信託販売について」(財団法人証券経済研究所『証研レポート』No.1538、1996年9月、24-33ページ)を参照。

27) ポストン連銀のFortuneは「家計は株式の直接保有することから間接保有へと移行した」のであって「投資信託への資金流入が株価を上昇させる」というのは「神話」に過ぎないとしている(Fortune, Peter. "Issues In Economics: Mutual Fund Myths", Federal Reserve Bank of Boston, *Regional Review*, Vol.8, No.2, Q2, 1998, p.5-7.)。



表2 非農業金融企業の資金調達

(単位: 10億ドル)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
内部資金 <sup>1)</sup>	425.8	441.2	484.8	550.0	603.9	630.9	667.1	692.2
実物資産投資	370.2	385.4	444.9	513.4	568.3	604.5	671.1	710.4
ファイナンス・ギャップ <sup>2)</sup>	55.6	55.8	39.9	36.6	35.6	26.4	-4.0	-18.2
株式発行(ネット)	18.3	27.0	21.3	-44.9	-58.3	-69.5	-114.4	-267.0
信用市場借入 <sup>3)</sup>	-46.0	45.6	46.9	142.3	243.7	164.6	297.0	418.5
社債	78.8	67.6	75.2	23.3	91.1	116.3	150.5	218.7
銀行借入	-37.8	-19.3	-10.8	42.7	66.8	39.4	68.7	82.3
その他借入金	-60.8	0.8	-24.2	26.7	32.3	18.5	48.5	47.3

1) 在庫評価損益を含む。

2) ファイナンス・ギャップとは内部資金から実物資産投資を差し引いたものである。

3) 信用市場借入には社債や銀行借入、その他借入金(貯蓄金融機関やファイナンス・カンパニーからの借入金など)などが含まれている。

(資料) Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings, 1991-1998*, June 11, 1999, p.10. より作成

繰り返し行うなかで利潤を獲得する。この企業活動を源泉とし、その内部から生み出された資金を、企業は生産を拡大させるための再投資に投じたり、将来の再投資のために内部留保として企業内部にとどめたり、もしくは株主に配当として分配したりする。

好況局面においては企業内部から潤沢に資金が生み出されるため、一般的には、株主の配当も利潤と増減をとにもする。確かに90年代初頭から現在まで続く好況局面においても、企業の利潤額が増大するにつれ配当額がもまた増加してきている。しかし、額は増加しているものの、利潤額に対する配当額の比率を見てみると、90年の56%から98年の48%まで低下してきている<sup>28)</sup>。このことは、企業が配当する利潤の比率を減少させ、それ以外の活動に利潤を振り向ける割合を増加させてきたことを意味する。それでは実物資産に投下されない内部資金は何に振り向けられたのであろうか。それは自社株買いやM&Aに投下されたのであり、そうした活動を通じて企業利潤が「株価急騰」の資金源泉となったのである。例えば、石油大手シェブロンの場合、97年12月に自社株買い戻し計画は同社の同年の設備投資や研究開発費を上回り最大の支出項目となっていた<sup>29)</sup>。また医薬品最大手のメルクは2年間で50億ドルの自社株買いを行うと97年2月に発表したが、これは新薬の研究開発に毎年投じる約17億ドルを大きく上回っていた<sup>30)</sup>。とはいえ、内部資金だけで企業の資金需要を十分に満たせていたのかというと、必ずしもそうとは言えない。このことは、内部資金から実物資産投資額を差し引いたファイナンス

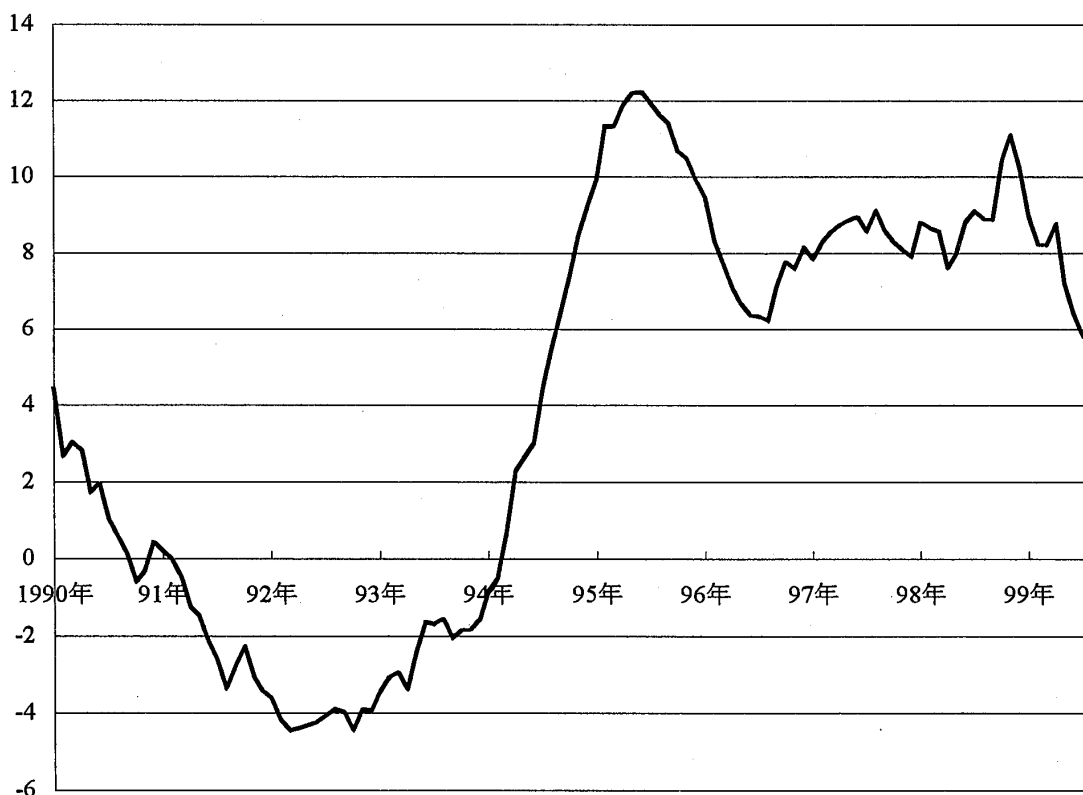
28) Council of Economic Advisory, *Economic Report of the President*, February, 1999, p. 464, Table B-90. Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments より算出。

29) 『日本経済新聞』(朝刊), 1997年12月28日, 4ページ参照。

30) 『日本経済新聞』(朝刊), 1997年2月28日, 1ページ参照。

図6 連邦準備制度加盟商業銀行の対商工業向け貸出の伸び率

(前年同月比、単位：%)



(資料) Board of Governors of Federal Reserve System, *Statistics: Releases and Historical Data*,  
 H. 8: Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States, Historical Data,  
<http://www.bog.frb.fed.us/releases/H8/data/m/b1029a.txt>より作成

ング・ギャップ，すなわち実際の投資に転化しない余裕資金が自社株買いの額を大きく下回っていることからわかる。それでは，企業はどのようにして M&A や自社株買いのファイナンスを行ったのであろうか。

企業は信用市場を通じて外部資金を調達することで M&A や自社株買いのファイナンスを行ったのである。(表2)をみても明らかなように，ファイナンス・ギャップが96年まで「内部資金」超過(外部資金調達を必要としない状態)であったにもかかわらず，92年に増加し始めた企業の信用市場借入は，94年を境にして増加額が大きく増大した。これは企業が「実物資産投資」に必要な額以上の資金を調達していたことを示している。すなわち，企業が信用市場で借り入れて，M&A や自社株買いを行っていたのである。それは，94年以降株式発行額と買い戻し額を差し引いたネットの株式発行額がマイナス，すなわち買い戻し超過を示していることから明らかである。それでは，90年代後半に企業は信用市場のどのようなルートを通じて資金調達を行ったのであろうか。

そのルートとして第一にあげられるのが銀行信用である。商業銀行の対商工業向け貸出の伸び率を示している(図6)みると，銀行の企業向け融資は，1991年2月に前年同期比でマイナ

スに転じて以来、94年3月までのほぼ3年間にわたって貸出は減少しつづけていることがわかる。ところが、94年3月に対前年同月比でプラスに転じて以降、その伸び率は急速に高まり、95年7月のピーク時には前年同月比約12%の伸びを記録した。Fedは、アメリカの商業銀行の活動に関する年次報告書の中で、「資金需要は活発なM&Aによっても増大し、その資金は多くのケースにおいて非買収企業の株式の消却資金を賄うために用いられた」「非金融企業の借入ニーズは、ここ数年と同様に自社株買いや企業買収を通じてネット・ベースで大量の株式を消却したために、より大きく高まった」(1996年)、「企業向け貸出の増大は、大手企業同士のM&Aに比べ銀行貸出によってその資金を賄うことの多い中堅規模の企業の間でM&Aの件数が大きく増加したことを反映したものである」(1997年)(1998年)と述べている<sup>31)</sup>。確かに、銀行信用が拡大し続ければ、短期金融市場での資金需要が高まり、資金需給の逼迫を招くことで金利の上昇とそれに伴う銀行の資金調達コストの上昇を招き、結果として企業の資金調達コストが上昇するという「限界」が存在する。しかし、Fedが行ってきた金融緩和政策<sup>32)</sup>によって、結果としてその「限界」が現れるのを先延ばしされてきたのである。

しかし、90年代後半の株価急騰を支えた資金需要は、銀行信用の膨張だけでファイナンスされたわけではない。このことは、株価が96年から98年にかけて平均22%の伸びで急騰しつづけるのに対して、銀行貸出の伸びは同時期に平均約8%と株価のそれを大きく下回るとともに、その伸び率も増大していないことから明らかである。それでは、銀行信用で賄いきれない「企業の年金への拠出やM&Aや自社株買いのための資金需要」はどのような源泉によってファイナンスされたのであろうか。

---

31) 米連邦準備制度理事会(FRB)はその月報の中で、1994~95年の商業銀行による商工業向け貸出の急拡大が、企業のM&Aの活発化に伴う資金需要の拡大を反映したものである、との見解を示している(Nelson, William R. and Brian K. Reid. "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1995", Board of Governors of Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, June 1996, pp.483-505, Nelson, William R. and Ann L. Owen. "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1996", Board of Governors of Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, June 1997, pp.465-489. English, William B. and William R. Nelson. "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1997", Board of Governors of Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, June 1998, pp.391-419. BomFim, Antulio N. and William R. Nelson. "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1998", Board of Governors of Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, June 1999, pp. 370-395.)。

32) 確かに94年5月以降、4度にわたるFFレート誘導目標の引き上げが実施された。しかし、「金融引き締め」の目的が、資金調達コストの上昇を通じた銀行貸出の減少にあると考えるならば、伸び率は増大していないものの銀行信用が拡大を続けている現状は、依然として「金融緩和」の状態にあると見るべきであろう。

表3 社債市場における各経済主体のネット・フロー

(単位: 10億ドル)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
ネット社債発行額	180.7	172.9	281.2	157.3	336.7	348.9	406.7	535.6
家計部門	45.8	-9.1	36.3	38.7	87.0	12.6	22.6	-61.9
州・地方政府	2.0	2.9	5.6	5.4	7.1	10.7	1.3	5.2
非居住者	16.2	18.1	30.4	38.0	58.1	83.7	86.8	122.3
商業銀行	7.6	-1.6	3.5	4.3	8.4	1.4	27.8	38.0
貯蓄金融機関	-2.9	7.3	9.1	-2.4	-8.2	-9.9	-9.9	29.9
個人信託	3.4	6.2	-1.1	-0.4	-1.7	-1.7	4.3	2.2
生命保険会社	25.4	55.0	58.3	59.9	90.7	79.2	77.0	104.5
その他保険会社	7.4	-1.2	3.3	7.2	12.7	18.3	16.4	19.2
民間年金基金	16.4	23.1	22.8	-7.5	5.6	21.2	27.7	45.4
州・地方政府年金基金	18.9	23.6	13.7	1.2	-4.2	16.7	19.3	38.4
M M F	1.8	2.5	5.4	3.4	6.4	2.4	12.5	44.8
投資信託	28.4	31.0	50.6	3.2	23.3	33.8	44.4	65.4

(資料) Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings, 1991-1998*, June 11, 1999, p. 36. より作成

### (3) 外資流入の増大

企業が自社株買いを活発化させた96年以降において、資金調達手段として重要な役割を果たすようになったのは社債であった(表3)。94年に1,573億ドルであった社債発行額は、翌年の95年にはほぼ倍増の3,367億ドルに、98年には5,356億ドルへと増加した。例えば、IBMは98年6月に期間30年の長期債7億ドルを発行したが、この調達した資金を設備投資だけでなく、97年10月に発表した35億ドルの自社株買いの原資にあてたとされている<sup>33)</sup>。また、AT&Tは99年3月に米企業としては過去最大規模となる80億ドルの社債を発行したが、うち40億ドルを自社株買いへと振り向けたとされている<sup>34)</sup>。それでは、こうした企業の社債による資金調達に対して、資金を供給した源泉とは何であったのだろうか。

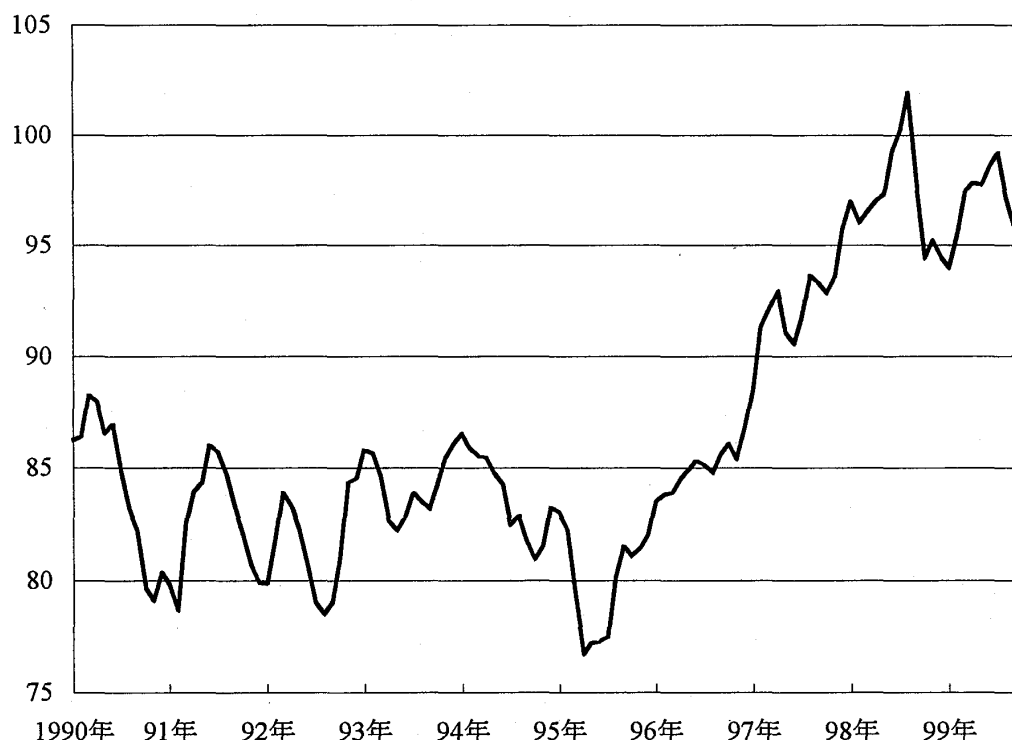
社債を購入するのに大きな役割を果たした主体としては、まず「生命保険会社」があげられる。「生命保険会社」については、91年にフローで254億ドルを投資していたのが、94年に599億ドル、95年907億ドル→96年792億ドル→97年770億ドル→98年1,045億ドルと推移した。しかし、「生命保険会社」よりも90年代において大きな伸びを示し、重要な役割を果たしたのは「非居住者」であった。91年に162億ドル投資していたのが、94年にはその2.3倍の380億ドルに、98年には7.5倍の1,240億ドルにまで膨れ上がった。伸び率においてもさることながら、フローの絶対額においても、「非居住者」は96年以降、「生命保険会社」を抜いて、社債市場における

33) 『日本経済新聞』(朝刊), 1998年1月9日, 9ページ参照。

34) 『日本経済新聞』(朝刊), 1999年5月19日, 9ページ参照。

図7 ドル実効外国為替相場指数<sup>注)</sup>

(1973年3月=100)



注) ドル実効外国為替相場指数とは「各国」通貨との相場に貿易ウェイトをかけて1973年3月を100として指数化したもの。上の図での「各国」とは、Fedが発表する「主要国通貨」の対象となっている日本、カナダ、イギリス、スイス、オーストラリア、スウェーデン、そしてユーロ圏（ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー/ルクセンブルク、スペイン、アイルランド、オーストリア、フィンランド、ポルトガル）である。1999年1月から新しく公表された指数である。詳しくは Leahy, Michael P. "New Summary Measures of the Foreign Exchange Value of the Dollar" Board of Governors of Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, October 1998, pp. 811-818. 参照。

(資料) Board of Governors of Federal Reserve System, *Statistics: Releases and Historical Data, Summary Measures of the Foreign Exchange Value of the Dollar*, [http://www.bog.frb.fed.us/Releases/H10/Summary/indexnc\\_m.txt](http://www.bog.frb.fed.us/Releases/H10/Summary/indexnc_m.txt) より作成。

最大の投資主体となった。それでは、自社株買いが急増し始めた96年以降に最大の投資主体となった「非居住者」たる外資の投資額は、なぜ90年代後半において急増を遂げたのであろうか。

その背景としてここで強調しておかなければならないのは、国際的な「通貨協力体制」とそれを契機とするドル高の進行である。95年春に、それまで急速に進んでいた円高・ドル安を是正するために、日米独通貨当局による外国為替市場での協調介入と、国際的金利差拡大のための協調利下げを柱とする国際通貨協力を実施した(図7)。協調利下げについては、FedがFFレートの誘導目標を0.25%引き下げたのに対し、日本銀行は公定歩合を1.25%引き下げたことで、日米の金利格差は短期金利で5%以上、長期金利で4%以上にも拡大した。その後、アメリカ経済の好調と日欧経済の停滞という景気循環のズレを受けて、金利差はさらに拡大したまま維持された。金利格差の「固定化」によりアメリカへの資本流入は大幅に増大し、その流入は証券投資、とりわけ債券投資の形態で行われた。その一部分が社債市場へ流入し、「非居

住者」の投資額増大となって現れたのである<sup>35)</sup>。

「国際通貨協力」を契機とするドルの反転及びドル高傾向の定着と結び付くことにより、「ドル高の進展→ドルの資産価値の増大→外資流入の増大→ドル高の進展→……」というかたちで展開される、アメリカへの資本流入の自律的増大過程が形成された<sup>36)</sup>。こうした過程をいっそう推し進めたのが、アメリカ政府による積極的なドル高推進政策である。財務省高官による度重なる積極的なドル高容認・推進発言が、上に示した自律的な展開過程をいわば「保証する」ことになり、より一層のアメリカへの資本流入を導いたのである。

以上のように、国際通貨協力を契機として増大したアメリカへの外資流入が、アメリカ政府のドル高政策に推進される形で急速に増大し、その外資が社債市場に流れ込むことで自社株買いの増加に伴う資金調達需要の増大をファイナンスすることになったのである。

### おわりに——反転の可能性をめぐって

これまで考察してきたアメリカの「株価急騰」の金融メカニズムは、簡単にまとめると次のようなものであった。

「株価上昇」を前提としない「現金型」M&Aが1994～95年に急増することによって、アメリカの「株価急騰」のメカニズムは起動した。「起動因」が与えられたことによって上昇しはじめた株価は、「株価急騰」が自律的に展開する次の二つの過程を生み出した。一つは、株式投信の利回りを大きく改善させることによって株式投信の膨張をもたらし、その膨張がさらなる株価上昇を招くという、「株価上昇→株式投信の利回り上昇→株式投信の膨張→株価上昇→……」という自律的展開過程である。いま一つは、株式を「貨幣化」させることで自社株需要が増し、自社株買いの活発化がさらなる株価上昇を招くという、「株価上昇→利潤還元策の変化、報酬支給形態の変化、株式交換型M&Aの増大→自社株買い増大→株式需要増、株式供給減→株価上昇→……」という自律的展開過程である。これら自律的展開過程は、「制動・反転」のメカニズムの限界を需給両面において突破することで持続可能となった。供給面の限界は、自社株買いで買い戻した株式を消却ないしは金庫株として固定化することによって突破された。金融緩和政策とドル高政策を背景とした、銀行信用の拡大、生保・外資による社債購入の増大によってファイナンスされたことによって、需要面の限界もまた現れてこなかった。それでは、

35) 山本栄治「世界デフレ回避のために日本がすべきこと」(『世界』, 1998年8月号, 63-64ページ) 参照。

36) こうした自律的な展開過程による外資流入は債券投資に限ったことではなく、株式投資にも当てはまる。株式投資に関しては上記の過程の「ドルの資産価値の増大」に「株価急騰」が加えられたかたちで自律的に展開していくこととなる。株式投資をめぐる自律的展開過程は、97年以降の急速なドル高期に株価が急騰しているという事実にも如実に現れている。

この「株価急騰」の金融メカニズムは、止まることなく未来永劫に自律展開する過程なのであろうか。

金融面に限っていえば、少なくともその行き詰まりが見え始めている。その行き詰まりとは、「株価急騰」のファイナンスの前提条件であった金融緩和政策とドル高政策が、インフレ懸念とアジア危機によって限界を露呈させたからである。99年夏以降インフレ懸念が急速に高まっていることを受けて、金利が全般的に上昇し、社債の発行コストが高まってきた<sup>37)</sup>。また、アジア危機の深化を引き起こす可能性もあることからドル高政策が限界に達したことも、アメリカへの外資流入を減少させることによって、資金調達コストの上昇を引き起こしている。また、ドル高政策の行き詰まりは、輸入物価の上昇を通じてインフレ懸念を高めている<sup>38)</sup>。前提条件が崩れたことによって、株価急騰を支える資金源泉は機能不全に陥り、ファイナンスの困難さが自社株買いの減少をもたらしている<sup>39)</sup>。このような行き詰まりの中で、株価の上昇もまた99年以降現在まで頭打ちの状態にある。

しかしながら、「株価急騰」の行き詰まりが、反転へと向かう可能性について十分に説明するためには、本稿で取り組んだ「株価急騰」のメカニズムに加え、以下のような諸点の立ち入った検討が必要である。

第一は、自社株買いや「現金型」M&Aのファイナンスが容易に行える根本的な要因としての、アメリカ経済の「低インフレ化」をめぐる問題である。資金供給源泉であった銀行信用や社債発行による資金調達が低コストで行うことが可能であったのは、長期にわたって金融緩和

37) 「米国市場で連邦準備理事会（FRB）が本格的な引き締め政策に転じたとの観測が強まってきた。将来のインフレ台頭が確実との認識が定着し始めたため、……」。「米国市場では[10月]十五日発表の九月の卸売物価指数が前月比一・一%上昇の高い伸びを示して以来、インフレ圧力が高まってきたとの認識が急速に浸透、最近の株価乱高下の原因にもなっている」。（[ ]内は松田。「米市場、本格引き締め観測 『来春まで2回』の見方 利上げ織り込み金利上昇」、『日本経済新聞』、1999年10月23日）。

38) ドル高によるインフレ抑制効果は、85年時点の試算で「10%のドル高が消費者物価指数の上昇率を0.6%押し下げる効果がある」とされている（Organization for Economic Co-operation and Development, *OECD Economic Surveys 1996-1997, United States*, November 1997, p.30.）。当時よりも国内総生産に占める輸入の割合が高まっている90年代においては、その効果はより大きなものと推測される。

39) 「米企業の自社株買いが八年ぶりに減少する公算が大きくなってきた。今年――九月に発表された買い戻し計画は前年同期比三二%減の千百三十億ドルにとどまった」。ただし『日本経済新聞』の「株価が歴史的な高値圏に上昇してきたことで、自社株の購入コストが膨らんでいるのが主因」との見解については誤りである。というのは、株価の上昇が自社株買いの限界ならば、自社株買いはいつでも限界に達していたはずである。こうした購入コストに限界を求める考え方は、なぜいま限界にぶつかったのかという問いには答えられない。本文で述べているように、資金調達コストが上昇したことによって自社株買いが困難になっていると考えるべきであろう（「米企業、自社株買い減少 市場の需給悪化要因に 株高でコスト増 1-9月32%減」、『日本経済新聞』、1999年10月24日）。

政策が実施されてきたからである。景気拡大が長期にわたっているにもかかわらず、金融緩和政策が継続できるのは、景気過熱への懸念、インフレーションへの懸念が生じていないからである。こうしたアメリカ経済の「低インフレ化」の問題を考察することが、「制動・反転」のメカニズムの需要面との関係上、必要と思われる。

第二は、金融と実体経済との「連関」をめぐる問題である。「株価急騰」は実体経済と独立して発生したわけではなく、資産効果に代表される何らかの「連関」をもって進行してきたと考えられる。しかも、その「連関」は「株価急騰」が経済成長を促進し、経済成長もまた「株価急騰」を促進するという相互連関・相互依存・相互促進関係にあったと考えられる。したがって、その連関のあり様を明らかにすることが、反転が急落に転じるか漸次的下落とに止まるかを判断するうえで重要だと考えられる。

本稿では、「株価急騰」の金融メカニズムにのみその分析対象を限定したために、こうした課題に取り組むことができなかった。上記の点を含めた、アメリカの「株価急騰」と「反転」のメカニズムの全般的な解明は別の機会に行いたい。

(2000年6月24日脱稿)