

アメリカの社債金融における新動向

正 木 久 司

はしがき

- I 銀行借入れと社債金融の増大
- II 社債金融における新動向
- III 社債金融と企業成長
—むすびにかえて—

は し が き

最近におけるアメリカ主要企業の資本調達態様に若干の変化がみられるようになった。それは、自己金融が主導的である基本態様には変りはないが、銀行借入れと社債金融の比重の増大という外部資金依存度が高まってきたことである。とりわけ、1966年に銀行借入れが増大し、ついで翌67年には、「社債旋風」“Bond Binge”が吹き荒れたといわれるほどに主要企業の起債が盛行をきわめた。こうした社債金融の盛行は、想像するに、一時的かつきわめて特異な現象であろう。したがって、かれらの外部資金依存度はやがては低下して、以前の状態にたちかえるというようにおもわれる。とはいえ、かれらのこんごの企業金融において負債資本 debt capital 依存度がそれほど低下しないのでないか、という一面も存在している。というのは、そこに以下の2つの理由が想定されるからである。すなわち、まず第1に、1960年代に入って浮彫りされてきた金融政策面から経済成長を促進する流動性創出策が、こんごも勢力的にうち出されるものと予想できることであり（たとえ景気過熱による一時的な抑制措置があるとして

も)、第2に、こうした総資本的政策に依拠して、それぞれの企業が負債資本を積極的に動員して高い成長率を維持しようという財務政策を採択していることである。そこには、多くの財務管理論者が唱導する、いわゆる、「財務レバレッジ」「financial leverage」ないし「借入資本の利用」「trading on the equity」の理論が、現在の経営者の意識に定着しつつあるからであろう。成長テンポの鈍いアメリカ経済のなかで、かれらを中心とする担い手は、たえずどのようにして高い成長率を確保し、それを持続させるかという問題と取り組んできた。ところが、この負債資本利用による成長理論は、他面において多分に財務上の危険を包含しており、いわゆる両刃の剣として、いまだ全面的に是認されているわけではないのである。

さて、上述の理論の当否はともかく、「社債旋風」といわれる1967年のアメリカ主要企業の起債ラッシュは、その前年から開始された連邦準備制度理事会の金融引き締め政策により、各企業が割高な銀行借入れから社債発行へあわただしく転換したことから生じたものとされている。そうすると、その場合、短期間のうちに実に円滑に、しかも巨額のもの切り替えられる、つまり巨額の社債発行を容易に実現できる条件が存在していたことなる。そこで問題として、「社債旋風」ははたして膨張していた銀行借入れの切り替えという性質のものかどうか、という点とともに、巨額の社債発行を容易にした条件が考慮される必要がある。本稿では、この「社債旋風」をめぐる、もっぱら社債金融を中心に、最近におけるアメリカ企業金融の動向がどのようなものであり、こんどそれがどのような展開をみせるか、を以下で検討することにしよう。

I 銀行借入れと社債金融の増大

周知のごとく、アメリカ主要企業の資本調達は、戦後においては、もっぱら利益の内部留保分と減価償却資金による内部資金に依存し、いわゆる

自己金融を基調としてきた。戦後20余年、この基調は第1表にみるごとく変わっていないが、この間に若干の起伏があり、部分的に興味ある特徴がみ

第1表 アメリカ企業（非農業・非金融）の資金調達推移

(億ドル, %)

	調達資金合計	内部資金		外部資金					
		合計	構成比	うち株式	うち社債		うち銀行借入れ		
					合計	構成比	合計	構成比	
1951年	387	199	51.4	188	19	33	8.5	38	9.8
53	294	211	71.8	83	18	34	11.5	-4	-1.3
55	537	292	54.4	245	19	28	5.2	32	5.9
57	420	306	72.9	114	24	63	15.0	11	2.6
59	555	350	63.1	205	22	30	5.4	30	5.4
60	473	344	72.7	129	16	35	7.4	13	2.7
61	547	356	65.1	191	25	46	8.4	1	-
62	633	418	66.0	215	6	46	7.2	25	4.0
63	659	439	66.6	220	-3	39	5.9	29	4.4
64	702	505	71.9	197	14	40	5.7	36	5.1
65	884	557	62.9	327	0	54	6.1	92	10.4
66	984	603	61.3	380	12	102	10.4	69	7.0
67	924	599	64.8	325	23	151	16.3	52	5.6

注 構成比はいずれも調達資金合計を100%としている。

資料 米国商務省, *Survey of Current Business*, Nov., 1967 and May, 1968.

られる。たとえば、内部資金の比重は1950年代において平均66.5%を占めており、60年代に入って67年までは66.4%と同程度の比重であるが、後半において64年の71.9%から66年の61.3%へと10%も急減するなどの変化があった。このことは、当然に、外部資金に依存する度合いがふえたことを意味し、とくに銀行借入れ bank loans の比重の増大が特徴的である。というのは、銀行借入れは、1950年代においては景気変動に対応してかなり曲折があるが、おおむね低率であった。外部からの資金調達は、もっぱら社債発行によっていた。すなわち、50年代において、社債発行の全調達資金に占める比重は平均10.4%であるのに対し、銀行借入れは景気

後退期に返済が上回ることもあって平均2.4%の比重にとどまっていた。ところが、60年から66年までの平均では、社債の比重が7.3%に低下したのにたいし、銀行借入れは4.8%に上昇している。とりわけ、65年には銀行借入れ額が92億ドルと対前年比155%増を記録し、社債による資金調達額を上回り、その比重も10.4%になった。もっとも、翌66年以降、とくに同年後半以降に銀行借入れは減退し、かわって社債の比重が急増するが、これまでの経緯からいぜん高水準にあるといえる。

さて、こうした自己金融主導下における銀行借入れの比重の上昇とそれにかわる社債の比重の上昇という資本調達態様の変化は、どのような事情によって生じたのであろうか。ここでは、前者を中心として若干の検討を行なってみよう。そこでまず考えられるのが、アメリカの商業銀行が対企業向け融資に積極的になりえない条件がかっては存在しており、それがいまやある程度除去されてきているのではないか、ということである。戦後、かれらは「信用と収益を重視する経営方針に徹し、その経営態度も積極性を欠くくらいがあった。たとえば預金面では要求払預金の吸収を重視し、有期預金の吸収にはあまり熱意を示さなかったし、資金運用面でも国債を中心とする証券投資の比重がかなりの比重を占め、貸出はそれほどの伸びを示さなかった。それに加えて金融当局による商業銀行規制が厳格なものであった。……すなわち、貸出面では、一債務者に対する貸出総額は資本金と剰余金の合計額の10%を越えてはならないとする大口信用集中に対する制限を初めとして、不動産抵当貸付、株式担保貸付、貸出金利等において広範な規制を課せられていた。」¹ところが、1950年代後半になって、貯蓄貸付組合や相互貯蓄銀行などの中小金融機関が台頭し、個人の貯蓄性預金がかれらの高預金金利を好感して移行し、商業銀行の預金シェアが大きく低下した。そこで1957年以降に、商業銀行が自己の失地回復を意図し

1 三菱銀行調査部「米国の企業金融」『調査』1967年12月号、18—19ページ。

て政府に圧力をかけ、金融制度をめぐる改革案をつぎつぎと提示させた。たとえば、商業銀行の貯蓄性預金金利の最高金利規制を原則として廃止し、ついで譲渡可能定期預金証書(略称CD, 1961年認可)制度が導入されたことである。その結果、近年におけるかれらの預金額の伸びはいちじるしく、第2表にみるごとく、連邦準備制度加盟銀行の預金は以下のごとく推移し

第2表 連邦準備制度加盟銀行預金残高

年度末	総額	銀行間預金	その他預金		
			合計	要求払預金	定期預金
1954	1,573	160	1,413	1,033	380
55	1,638	159	1,479	1,087	392
59	1,847	163	1,684	1,155	529
60	1,930	180	1,750	1,177	573
61	2,096	175	1,921	1,250	671
62	2,195	157	2,038	1,241	797
63	2,294	149	2,145	1,236	909
64	2,493	162	2,331	1,299	1,032
65	2,569	162	2,407	1,207	1,200
66	2,819	167	2,651	1,289	1,362
67	3,067	170	2,848	1,335	1,513

注 単位は億ドル、翌年3月末。

資料 *Federal Reserve Bulletin*, Mar., 1965 and June, 1968.

ているのである。すなわち、50年代後半の伸びと60年代前半の伸びとを比較した場合、前者(55年度末から60年度末まで)は17%であるのに対し、後者(60年度末から65年度末まで)は33%である。この預金のうち、とくに定期預金の増加がめざましく、その伸び率はさきの2期に分けてみた場合に46%と109%になる。この急増の結果、定期預金の預金総額に占める比重は、60年度末の29%から65年度末の46%へと上昇するにいたった(67年度末では49.3%)。この定期預金増加の原因は、基本的には積極的な財政支出による経済成長と、それにもとづく個人可処分所得の増大、企業の流動性増大・自己金融化にあるとされるが、CD制度の導入にあずかるところが少なく

ないと考えられる。²

預金額の増大にともなう、これらの貸出額と証券投資額も大きくふえ、とくに貸出額の比重が高まってきている(第3表参照)。貸出額の比重が高

第3表 商業銀行の貸出と証券投資

(単位:100万ドル)

	総 額	貸 出								証 券 投 資		
		計	%	うち商工 業 貸 出		うち不動 産 貸 出		うち個人 貸 出		計	うち連邦債	
				計	%	計	%	計	%		計	%
1947年	116,284	38,057	32.7	18,167	15.7	9,393	8.1	5,723	4.9	78,226	69,221	59.5
59	190,270	110,832	58.2	40,174	21.1	28,060	14.7	24,166	12.7	79,438	58,937	31.0
61	215,441	124,925	58.0	45,172	21.0	30,320	14.1	27,847	12.9	90,516	66,578	31.0
62	235,839	140,106	62.3	48,673	20.7	34,259	15.5	30,553	13.0	95,733	66,434	28.2
63	254,162	156,006	61.4	52,947	20.8	39,056	15.3	34,550	13.6	98,155	63,196	24.9
64	277,376	175,589	63.4	60,217	21.7	43,675	15.7	39,809	14.4	101,787	62,991	22.8
65	306,060	199,555	65.2	71,437	23.3	49,300	16.1	45,468	14.8	104,403	59,547	19.5
66	323,885	216,405	66.8	80,598	24.9	53,950	16.7	47,943	14.8	104,935	56,163	17.4
67	361,186	233,180	64.5	88,443	24.4	58,525	16.2	51,585	14.3	123,950	62,473	17.3

注 各年の12月末残高。比率は、総額を100としたパーセンテージ。

資料 *Federal Reserve Bulletin*, June, 1968.

まってきたことについて、つぎのごとき事情が考慮される。つまり、かれらが個人の遊休資金を定期預金で意欲的に吸収してきたことは、その反面

2 商業銀行の相対的地位の低下、商業銀行と銀行外金融機関との競争などについては、伊東政吉「アメリカの金融政策」岩波書店、1961年の「第4章銀行外金融機関の成長と金融統制」において詳述されている。参照されたし。なお、以上の点に関連して、日本興業銀行特別調査室の資料で、アメリカ経済の金融面の動向は1961年以降注目すべき変化がある、というきわめて興味ある指摘がある。それは、アメリカ経済の「これまでの上昇期においては、少くとも金融政策面では、流動性が過剰にならないように一貫して抑制的手段を講じてきたのであるが、61年以降のアメリカ経済は、金融、財政の両面において積極的な緩和策に転じた、ということである。」(「戦後におけるアメリカの金融政策」1965年12月、28ページ)。金融市場におけるこうした流動性助長策は、アメリカ経済の好景気を支え、企業金融の態様に若干の変化を与え、そして後述するように、アメリカ金融市場において歴史上まれな逼迫状態を現出する最大の原因となった、と考えられる。それだけに、60年代前半におけるこの金融政策の変化とその動向は、昨今の企業金融の帰趨を決定する有力な要素となっているのであろう。

で高預金金利による支払利息を増大させた。ところが、銀行に蓄積された資金の運用は、もともと企業の借り入れ需要が少ないうえに手元流動性の増大がこれに拍車をかけ、金融緩和基調ではとりわけ有利な利回りによる融資が満足にできない状態であった。したがって、いきおい新しい高利回り運用先として消費者金融、抵当信用、さらに海外向け融資に積極的とならざるをえなかった。ところが、最近になって局面に新たな変化がみられた。すなわち、政府の景気刺激策が効を奏しすぎて過熱化の様相を呈してきたことである。その結果、企業の資金需要が旺盛となり、前述のごとく外部資金への依存度が急速に高まってきた。そこで、銀行は企業の強い資金需要に応じるために預金獲得に懸命となり、ここに銀行間の激烈な預金獲得競争が展開された。こうした資金逼迫は、需給関係に敏感に反応するアメリカ金融市場において金利の急上昇を結果し、連邦準備当局に金融政策の変更をうながした。同理事会は、65年末に公定歩合を引き上げ(4%から4.5%へ)、さらに、定期預金にたいする預金準備率をも引き上げた(4%から5%へ—66年6月、5%から6%へ—66年8月)。また、66年9月に預金金利規制法を成立させ、複数満期の定期預金金利の最高限度の引き下げ(66年7月)について、単数満期のそれ(10万ドル未満のもの)についても引き下げた³。このような一連の強力な金融引き締め政策により、さしもの金融市場の逼迫状態は急速に緩和し、銀行の対企業向け融資も大幅に後退した。もともとこの金融面からの景気抑制策で67年のアメリカ経済は停滞化をよぎなくされた。そのことは、一連の経済指標で1966年と1967年の数値を比較した場合に明らかとなる。たとえば、鉱工業生産指数の156.3と158.0(1957~59年

3 預金金利規制法は、つぎのような内容をもつ1年間の時限立法で、1966年9月21日に施行された。なお、1967年9月、同法はさらに1年間延長されたが、連邦準備当局はこれを恒久立法とするよう強く要請している。同法の内容は、商業銀行、相互貯蓄銀行の預金金利の最高限度、貯蓄貸付組合の出資証券配当率最高限度を設定する権限を、連邦準備制度理事会、連邦預金保険会社理事会、そして連邦住宅貸付銀行理事会にそれぞれ付与するように定めたものである(日本銀行調査局「欧米諸国における市中金利規制」『調査月報』1968年7月号、11ページ)。

=100), 製造業新規受注額の451.6億ドルと451.7億ドル, 事業売上高の862.5億ドルと881.4億ドル, 設備資本投下額の606.3億ドルと614.8億ドルをみると, 67年の数値はいずれも伸び悩みの状態を示しており, 66年の対前年比増が大きかっただけにその経済成長鈍化が浮彫りされてくる。⁴

それにしても, 連邦準備当局をしてこれほどまでに強力な金融引き締め策を講じさせたことは, それだけ商業銀行の勢力回復が急速であり, その金融市場における影響力が甚大であったことをものがたっている。商業銀行の対企業向け融資の増大化は, 大恐慌以後, 活発な営業活動に控え目であったかれらに昔日の面影をほうふつさせるものがある。かれらの預金ないしは貸出面における勢力の回復は, 同時に銀行に委託する個人の信託基金の増加を加速させていることは想像にかたくない。そのことが, 対企業関係において, 債権債務による連携強化とともに, 株式取得による「議決権にもとづく権力」を増大させるであろう。現に, 1967年7月に発表された, いわゆるパットマン報告書は, この事実を刻明に描写している。同報告書(下院銀行委員会—パットマン民主党議員が委員長—作成)は, 近年における商業銀行の支配力増大を指摘し, これを抑制するためにかれらの業務活動を制限すべきだとする内容を盛った膨大なもので, 銀行の現在の経済力集中状況, その行動が反トラスト法違反でないかどうか, 同法の改正でかれらの行動を制約する必要があるかどうか, を検討したものである。⁵

もちろん, 同報告書にたいする反論が銀行側から出されているが, それはともかく, 連邦準備当局の金融引き締め政策や銀行にたいする業務活動規制の風潮が, 最近における銀行の対企業向け融資の減退と, それにかわる社債金融の増大をもたらしたのであるだろうか。つぎに, 社債金融の比重の

4 アメリカ全事業会社の利潤額についてみた場合, 60年代に入ってはじめて67年は対前年比減を記録した(66年838億ドル, 67年807億ドル—税込, 税引では493億ドルと475億ドルである)。以上の資料はいずれも日本銀行統計局『外国経済統計季報』1968年6月による。

5 日本経済新聞「海外経済週況—米国」1968年7月15日。

増大とその新動向から、これらの点を検討してみよう。

II 社債金融における新動向

すでにみてきたごとく、企業の銀行借入れが減退しはじめてから、企業はこんどは証券発行による資金調達に切り替えたようである。とりわけ、社債発行へと転換した。連邦準備制度当局の調べでは、第4表のごとく、1965年の137億ドル、66年の155億ドル、67年には219億ドルと急ピッチでふえてきている。それは、とくに製造企業の社債発行額が巨額であったた

第4表 会社証券の新規発行高

(単位：100万ドル，%)

年中	総額(A)	社 債					株 式	
		計 (B)	公募(C)	プライベート プレイスッド	B/A	C/B	優先株	普通株
1951	7,741	5,691	2,364	3,326	73.5	41.5	836	1,212
55	10,240	7,420	4,119	3,301	72.4	55.5	635	2,185
58	11,555	9,684	6,333	3,351	83.8	65.4	551	1,320
60	10,154	8,081	4,806	3,725	79.6	59.4	409	1,664
61	13,165	9,420	4,700	4,720	71.6	49.9	450	3,294
62	10,705	8,969	4,440	4,529	83.8	49.5	422	1,314
63	12,211	10,856	4,713	6,143	89.0	43.5	343	1,011
64	13,957	10,865	3,623	7,243	77.9	33.4	412	2,679
65	15,992	13,720	5,570	8,150	85.9	40.7	725	1,547
66	18,074	15,561	8,018	7,542	86.1	51.6	574	1,939
67	24,798	21,954	14,990	6,964	88.5	68.2	885	1,959
68(I)	20,712	16,756	9,860	6,896	80.8	47.6	996	2,960

注 1968(I)は年率換算したもの。

資料 *Federal Reserve Bulletin*, May, 1959 and June, 1968.

めであろう。たしかに、非製造企業の社債発行額が67年に対前年比24%増にすぎなかったのにたいし、製造企業のそれは71%増である。さらに特徴

6 C. J. Loomis, That Epic Corporate Bond Binge, *Fortune*, Feb., 1968, p. 121.

的なことは、社債発行額に占める公募額の比率が、65年の40.7%、66年の51.6%から、67年には68.2%と戦後最高の公募率(これまでは58年の65.4%が最高)を示したことである。なお、67年における社債発行のもう一つの特徴は、発行会社がビッグ・ビジネスに集中しており、一回の起債額が巨額であることである。すなわち、5,000万ドル以上の公募社債発行が、66年には59件であったが、67年は104件もあり、しかも32件は1億ドル以上のものであった。このような従来の常識を破るような巨額な社債金融の盛行から、67年は「社債旋風」(Bond Binge)の呼び名が流布されたほどである⁷。

では、なぜこのように社債金融が盛行をきわめたのであろうか。しかもそれが公募形態によったのであろうか。C. J. ルーミス (Carol J. Loomis) は、多くのビッグ・ビジネスに社債発行を促進させた理由について、つぎの2点をあげている。その1つは、会社財務において流動性が低下していることである。たしかに、金融会社を除く主要会社の流動性指標をみると低下傾向が顕著である。たとえば、流動負債にたいする当座資産の比重、つまり酸性比率をみると、1962年の132.1%から漸減して65年は125.4%、66年は119.3%となっている。かれは、ほとんどの会社がこれまで拡大期に現金および流動性の高い資産のくいつぶしをして現金ポジションを

7 D. A. King, *Financial Development in 1967, Survey of Current Business*, Vol., 47, Nov., 1967, p. 16. 参照。

8 C. J. Loomis, *op. cit.*, p. 121. なお、1967年に巨額の起債を行なった有名な会社名を列挙すると、つぎのとおりである。つまり、Bethlehem Steel, 1億5000万ドル, Union Carbide, 2億5000万ドル, Textron, 5000万ドル, R. C. A., 1億6000万ドル, Alcoa, 1億2500万ドル, Standard Oil (N. J.), 2億5000万ドル, Tenneco, 5000万ドル, そして Bendix, 1億2500万ドルがある (*Ibid.*, pp. 124-125)。

9 米商務省 *Statistical Abstract of the United States*, 1967, p. 489 より算出。なお参考までに、D. A. キングの会社の流動性 Corporate liquidity 低下の指標を示すと、つぎのとおりとなる。かれは current liabilities にたいする liquid assets の比率が61年から64年にかけて38%から33%へと漸減しているが、65年には29%そして66年には26%へと激減しているという (D. A. King, *op. cit.*, p. 17.)。

悪化させ、その資金手当として社債発行を選んだといっている。昨今の財務管理技術の発展から、会社がたえず手元に留保しておく現金は少なくすすむようになっているが、それにしても減少しすぎであり、その行きすぎの例としてスタンダード・オイル(N. J.)をあげる。同社は1963年初に現金および現金相当の資産の常時保有額は10億ドルとしており、当時の同社売上げ高は95億ドルであった。ところが、3年後の65年には売上げ高は、115億ドル、66年には120億ドルとふえたが、現金は65年の10億ドルから66年は9億ドルとなり、67年央には7億5000万ドルと減少している。そこで、同社はこれはやや行き過ぎであると判断し、その対策として2億5000万ドルの社債発行した。ルーミスは、同社がこの資金使途について“一般基金”(general funds)として“使途を定めておかぬ”と発表していることから、その社債を発行が明らかに財務の流動性回復策であった、とするのである。かれの第2の理由というのは、企業が社債発行によって割高の銀行借入れから転換をはかった、ということであり、とくに、この点をかれは強調するのである。すなわち、1966年の金融逼迫に悩まされた経営者たちは、一方で短期の銀行借入れを返済し、他方で長期借入金をためこむ方式をとった。もしも近い将来に社債利率が低下するようなことがあれば、この銀行借入れから社債発行への転換は誤った財務決定となり、高価な代償を支払うことになる。しかしながら、現実には社債利率は上昇気味であり、割高な銀行借入れの排除が正当な財務政策であったとして容認されている¹⁰ (第5表参照)。

なお、公募発行の比重が急増したのは、生命保険会社などの機関投資家が自己の流動性を改善しようとして、証券の直接引き受けを忌避したことが指摘されている。つまり、生保会社は66年の金融引き締め時にすでに多額の貸付け予約をしており、新規社債の購入に資金を充当できなかった。

10 C. J. Loomis, *op. cit.*, pp. 122-123.

第5表 アメリカにおける市中諸金利

(%)

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968 .5
商業手形 (4—6月)	3.97	3.85	2.97	3.26	3.57	3.97	4.38	5.55	5.10	6.18
銀行引受手形 (90日)	3.49	3.51	2.81	3.01	3.36	3.77	4.22	5.36	4.75	6.04
連邦政府証券										
3カ月もの	3.405	2.928	3.378	2.778	3.157	3.549	3.954	4.881	4.321	5.621
3～5年もの	4.33	3.99	3.60	3.57	3.72	4.06	4.22	5.16	5.07	5.95
住宅抵当										(4月)
FHA保証			5.69	5.60	5.46	5.45	5.47	6.38	6.55	6.94
第一抵当			5.97	5.93	5.81	5.80	5.83	6.40	6.53	6.90
社 債	4.65	4.73	4.66	4.61	4.50	4.57	4.64	5.34	5.82	6.60
{A a a	{4.38	{4.41	{4.35	{4.33	{4.26	{4.40	{4.49	{5.13	{5.51	{6.27
{B a a	{5.05	{5.19	{5.08	{5.02	{4.86	{4.83	{4.87	{5.67	{6.23	{7.03
株 式 {優先株	4.69	4.75	4.66	4.50	4.30	4.32	4.33	4.97	5.34	5.92
{普通株	3.23	3.46	2.97	3.37	3.17	3.01	3.00	3.40	3.20	3.07
短期貸出実行金利	5.0	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	6.0	6.0	6.5

注 1968年5月のほかは、いずれも年間平均。

資料 *Federal Reserve Bulletin* May, 1967 and June, 1968.

また、企業年金基金もここしばらくは社債投資は運用資産の最適投下先ではないとして、大量応募に消極的であった。こうした機関投資家の金融環境にもとづく私募面での後退が、結果的に証券引受業者を通じる公募が比重を増し、高利回りと安定性が標榜されて売りさばかれたのであろう。

ところで、以上の点から、最近における社債金融盛行の理由がおおむね理解できたわけだが、他面、そこから一つの問題点が触発されて出てくるようにおもわれる。というのは、社債金融はもともと企業における長期他人資本の集中形式として、自己資本とほぼ同様に、企業資本の多額かつ長期的要請に応え、もっぱら固定資産の獲得に充当する資本の適切な調達方式とされてきた¹¹。ところが、上述の諸点から推測して、昨今の社債金融が必ずしも固定資産獲得にもっぱら動員されるものでなく、銀行からの短

11 岡村正人『企業金融論』ミネルヴァ書房、1961年、136—137ページ。

期金融と同様に、多分に企業の流動性創出の役割を担っていることが明らかとなる。そして、まったく異質の調達形式である銀行借入れから社債発行への転換が、しかも短期間のうちに巨額のもものがきわめて円滑に転換されていることである。そこには、おそらく、従来とちがって巨額の社債発行を容易に実現できる条件が存在していた。つまり、当面の自己金融主導下における社債金融の形態、そしてその内容に若干の変容があったのであろう。そこで以下、この時期にいたるまでの社債金融がどのように推移してきたかを検討し、その新動向把握の一助としたい。

そもそも社債金融は、前世紀における鉄道金融の発展に照応し、今世紀はじめの電気公益事業のぼっこうとともに新展開をみせ、そのご、産業会社の発達とともに多様化してきた。ところが、戦後、社債金融は単純化の方向をたどりつつある。そのことは、たんに社債金融だけでなく、優先株金融の後退に象徴されるように株式金融にも妥当するのである。証券金融の単純化傾向について、J・R・リンジイとA・W・サメツ（J. Robert Lindsay and Arnold W. Sametz）は、つぎのような要因によるものとする。すなわち、①新規発行証券の購入者がほとんど機関投資家となったこと、②企業の成長率が以前とくらべて低下し、したがって、資金需要も鈍化したこと、そのうえ③景気変動の波がおさまりに、金融パニックがなくなり、その結果安定した収益でもって内部金融の比重が増大するから、企業は外部資金に依存する度合いが減少したこと、④一般投資家が種々の型や工夫をこらさなくても、証券を購入する意欲と能力をもつにいたったこと、である。これらは、たしかに、大恐慌以前の証券金融が盛行をきわめた時期における情況とはまったく異なるものであろう。リンジイ、サメツはつづいて、社債金融の推移をつぎのように表現する。1904年当時、新規社債発行額のうち無担保のものは20%程度であり、既発行社債額

12 J. R. Lindsay and A. W. Sametz, *Financial Management*, Revised ed., Illinois, 1967, p. 375.

に占める無担保社債 unsecured bonds の比重はわずかであった。それは従来からの鉄道社債(大部分が不動産担保社債)の累積が巨額であったからである。ところが、1920年から65年までに、既発行社債額は5.5倍の増加をみせたが、そのうち無担保社債 Corporate debentures は20倍のふえ方を示した。無担保社債のいちじるしい増加は、近年の鉄道社債金融の後退と対照的に、debentures を多量に発行する公益事業や産業会社が台頭してきたためである。そのことは、発行される debenture form における種別化が多少進んだものの、社債金融の単純化をもちた。その原因は、企業の going concern による安定した収益の確保から、社債の安定性が当該企業の資産の清算価値よりも、むしろ収益力 earning power にあるという認識がもたれはじめたところにある。この点にかんし、かれらは、ニューヘブレン・ハートフォード鉄道会社の第一順位担保付社債と A・T・T の debenture とどちらが安全であるかという設問をあえて行ない、現在 debenture が無担保であるからといっても、なんら不安とされる理由はないという。なお debenture form における種別化の進展についてみると、まず産業会社が無担保収益社債 income debenture を利用する傾向が強まったことが指摘できる。この収益社債は、かつての鉄道の金融困難時代によく利用されたものであるが、いまや産業会社が将来の金融困難をみこして、利子不払いを法的に追求されることを避けるために一般に利用されている。もちろん、無担保収益社債はたんなる debenture よりも利子率が高い。しかし、税法上の点から、優先株金融によるよりも相対的に安い資本コストになる。つぎに、無担保転換社債 convertible debenture があげられる。1900年から43年までの間に、全社債総額の約12%が転換社債であり、産業会社にかぎってみると33億ドル、20%がそれであった。ところが、最近の無担保収益社債はほとんどが転換社債であり、1955年から65年の間には、平均して総額の約15%がそれである。産業会社が転換社債発行

の中心であることは、1959年の転換社債起債件数（26.6%）のうちでも過半を占め、さらに産業会社の全起債額の25%を占めていることから明らかとなろう。¹³ なお、ルーミスによれば、製造会社の67年の転換社債発行額は25億ドルで、対前年比増125%である。社債発行総額の対前年比増が60%であるだけに、その増加率の高いことが浮彫りされる。¹⁴ 最後に、産業会社の debenture のなかで subordinated debenture がよく発行されるようになったことである。これは、資産にたいする請求権 claim が全債権者のなかで最後位に位置づけられ、その点で優先株と類似の形態のものとされている。その発行の動機は、企業の将来の借り入れ能力を、保持ないしは拡大するところにある。つまり、subordinated debenture は清算、破産、会社整理などの場合、その元利の受け取りが上位債権者 senior creditors の請求権がすべて完済した後にはじめて可能であるとした特徴をもつもので、そうした subordinated debt のクッションを付加して借り入れ能力を拡大しようとしている。これは、かねて多額の銀行借り入れを必要とする販売金融会社がよく利用してきたが、¹⁵ 今日では一般の産業会社もしばしば利用し industrial debentures の3分の1が subordinated debentures ¹⁶ であるといわれるほどの規模に達している。

13 *Ibid.*, pp. 386-390.

14 C. J. Loomis. *op. cit.*, p. 122.

15 Subordinated debentures は1936年に General Finance Corporation ではじめて採用され、第2大戦後、他の多くの販売金融会社や中小企業貸付会社に浸透し、1952年には石油・化学産業会社の多くが利用するところとなった。なお、昨今では産業会社全般に利用されているが、1963年における主要会社の発行事例をあげると、つぎのとおりである。Ashland Oil and Refining Co., 3,500万ドル, Continental Banking Co., 1,300万ドル, Collins Radio Co., 1,250万ドル, Holly Sugar Corp., 1,000万ドル, Rydar System Inc., 530万ドル, そして National Lead Co., 5,130万ドル…… (G. W. Cooke and E. C. Bomeli, *Business Financial Management*, Boston, 1967. p. 283.)

16 H. G. Guthmann and H. E. Dougall, *Corporate Financial Policy*, Fourth ed., Englewood Cliffs, 1965. pp. 282-283.

P. G. Hastings, *The Management of Business Finance*, Princeton, 1966, pp. 214-215.

さて、このように最近における社債金融の形態面での新動向をみることによって、われわれはそこに2つの興味ある特徴点をみ出すことができる。その第1点は、社債の株式類似化である。すなわち、社債が企業の資産の清算価値よりも、むしろ当面ないしは近い将来の収益力に連結する傾向をもち (income debenture)、また潜在的株式としての性格をもつ転換社債や優先株と類似的性格の subordinated debenture が支配的な発行形式となっていることである。つぎに第2点は、社債が銀行借入れとの連環を強めていることである。それは、subordinated debenture の発行による銀行借入れ能力の拡大にみられる。そうすると、社債金融が外部金融 external financing のなかで独走している感じを与えるが、株式金融、銀行融資との連環が強く、相互補完的な一面があることをみのがしてはならない。ころろみに、株式金融との連環についての1例をあげておこう。自己金融主導下において、株式金融の相対的比重はたしかに低迷している。ところが近年、配当の高率化が趨勢的となり、株価は高水準を示している。なぜ、株式発行に資本調達が必要があまりないのに高率配当が行なわれ、株価が高水準にあるのであろうか。このあたり興味ある現象といえるであろう。この点に関連して注目すべきことは、C. J. ルーミスが、¹⁷ こうした企業の高率の配当支出が実は社債発行で調達された資金でまかなわれているとおもわれる、という発言をしていることである。¹⁸ なお、社債と銀行借入れとの連環にかんしては、企業成長の問題とからんだ「財務レバレッジ」「financial leverage」ないしは、「借入資本の利用」「trading on the equity」の理論と不可分のものとして、採択する必要があるようにおもわれる。以下、その点に若干ふれることにより、むすびとしたい。

17 この問題について、筆者は「アメリカ独占企業の配当政策にかんする一考察」『同志社商学』第19巻第4号で少しとりあげてみた。問題にたいして十分掘り下げていないが、参照されたい。

18 C. J. Loomis, A Case for Dropping Dividends, *Fortune*, June 15, 1968, pp. 185-186.

III 社債金融と企業成長

—むすびにかえて—

前章でみてきたごとく、社債が無担保なもの *unsecured*、つまり *corporate debenture* へ単純化する一方、*debenture form* における種別化を進めて株式と銀行融資との連環を強めている傾向にあることは、こんどの「社債旋風」発生の基底的条件を形づくったものとして評価できるであろう。つまり、無担保社債の一般化は企業に可及的すみやかに起債にふみきらせ、たとえば割高な銀行借入れからの脱却を容易にし、他方、社債消化層拡大に照応するために進展していた無担保社債の種別化により、こんどの大量の公募消化が可能となったのである。もちろん、消化層にとって、今回は応募者利回りが高く、安定性よりも収益性の観点から、社債が好投資物件として歓迎されたことはいうまでもない。

ところで、企業は割高な銀行借入れからの脱却にあたって、社債でなくて、なぜ株式で資金を調達しそれを充当する方法をとらなかったのでしょうか。この問題点の究明にあたり、ここで多少なりとも、近年におけるアメリカの財務管理論ないしは投資決定論の思潮にふれる必要がある。E.ソロモン (Ezra Solomon) に代表される財務管理論者は、かねがね、株式による資金調達は最終的に登場する資金源泉形態と¹⁹考えてきた。それは、資本コストが高くつくというコスト上の観点もさることながら、発行株式数が増大することにより企業成長の有力な指標である1株当たり利益および自己資本利益率の低下、つまり「利益の稀薄化」“*profit dilution*”があるという点から説明されてきた。現に、企業経営者はこの「利益の稀薄化」に強い関心をもっている。それというのも、戦後、とくに1951年以

19 森 昭夫「企業成長と財務決定」(河野豊弘他『投資決定論』日本経営出版会、1968年)、78ページ。

降台頭してきた投資決定論の思潮に根強く影響されているからである。企業における投資問題は、1950年代にいわゆる「投資の経済計算から投資決定理論へ」と大きく脱皮し、そのさい株主の利益増進＝株主の投資価値極大化を追求するものとして大々的に取り上げられた。すなわち、株主の利益極大化の視点が、理論的にも実際的にも貫徹され、投資決定理論の基礎的前提とされたのである。そこで、経営者はその具体的表現として、株主の資産（株式の市場価値）と所得（1株当たり配当金）をいかにして高めるか、が最大の課題となった。したがって、かれらの意識において、企業成長の問題は株主の利益＝企業の利益、そしてそれが企業の目的と等置されて滲透していった。ちなみに、その一例として、近年増大傾向にある自社株再取得を正当化する理論をみてみると、株主の利益極大化の観点でもって論理が説得的に展開されている。²¹

20 後藤幸男「投資の計算原理と技術」（河野豊弘他『投資決定論』日本経営出版会、1968年）、108—109ページ。

21 企業の自社株再取得の問題について、C. D. エリスはつぎのようにいう。すなわち、現在の多くの主要産業会社は優先株発行が後退し、負債資本 debt capital の利用が少なくなり、それにかわって留保利益と cash flow が急増して、上位資本 senior capital が持分へとかわりつつある。そして、そこに先例のない資本余剰がみられる。そのことは、借方の流動資産の増大にたいして、貸方のそれに見合うものが負債で充当されずに、株主の持分によって不釣合な形で照応していることを意味する。その証拠に、一方で大幅な遊休資産が、他方で負債能力の未開拓と過大な運転資本が存在している。これらはいずれも、究極的には投資者資本 investors' capital の潜在力と活動力の不必要な浪費といえる。この浪費は、株主とその代表者である取締役会にとって会社資金のあり方の問題、とりわけ企業の capitalization をどうするかのものであり、新しい重要な課題となっている、という。ついで、その対策として、エリスは企業が必要以上に持分資本に依存することをやめ、努力してその度合いを低めることを提唱する。そのために、まず「逆の稀薄化」(reverse dilution) と呼称して、不必要な普通株を負債と優先株といった債務資本 (obligation capital) ないしはそれに近いものにかえることで持分を集約し、株主の利益を促進すべきであるとする。この「逆の稀薄化」は、高成長会社が上位資本の利用度を比例的に高めていくことで達成されるが、ほとんどの場合、上位資本の利用度の高まりと現実の持分額の減少との両局面の進展によってはじめて可能となる。かれは、持分額の減少の方法について種々検討したが自社普通株の再取得による方法が最適であると結論づける。この取得によって、企業の資本構成が適正と
(次頁へ続く)

株主の利益＝企業の利益の極大化への志向は、1950年代のアメリカ経済の成長テンポが緩慢であったことから（50年代の国民総生産の伸びは平均して4.8%、ただし1952年～1960年）、近代経済学において展開された限界分析手法を採用したマイクロ・エコノミックスの発展でもって、企業成長促進への新たな理論を生んでいった。その一つに、負債資本の活用を説いたG.ドナルドソン（Gordon Donaldson）の *Corporate Debt Capacity*, Boston, 1961²² があり、これに関連してJ.F.ウェストン（J.Fred Weston）²² やS.フリードランド（Seymour Friedland）²³ に代表される「財務レバレッジ」および「借入資本の活用」の理論がある。ここで後者の理論についてみると、おおよそ、つぎのような内容のものとされている。すなわち、負債資本を活用することは、「単に使用総資本量を増強する手段としてのみならず、その確定利子による貸付けという特性を通じて、残余持分としての自己資本に帰属すべき利益を一定の条件の下により大ならしめる作用²⁴」をもち、利益率が利子率より高い場合、つまり景気上昇期にそのメリットが大きいとされている。だが他面、景気下降期には新たな財務危険 financial riskが増大するので、結局、「たえず変動する企業の資本収益性（経営的不確定性）と確定的負債資本利子率との相互関係から、自己資本利益率がどのような影響²⁵をうけるか」を考慮して、企業成長のための最適資本構成問題を検討

なり、資金管理上からはもちろんのこと、株主の資産（株式の市場価値）と所得（一株当たり配当金）を高める点で重要な意義をもってくるという。このようにエリスの立論を追ってくと、企業の自社株取得の問題が、標題にみるごとく「株主の利益」本位という観点から接近されており、そのために必要な財務政策であると把握されていることがわかる（C. D. Ellis, Repurchase Stock to Revitalize Equity, *Harvard Business Review*, July-August, 1965, pp. 119-120.）。

22 J. F. Weston, *Managerial Finance*, New York, 1962, または、J. F. Weston and E. F. Brigham, *Managerial Finance*, 2nd ed., New York, 1966.

23 S. Friedland, *The Economics of Corporate Finance*, Englewood Cliffs, 1966.

24 森 昭夫, 前掲論文, 80ページ。

25 市村昭三「資本構成に関するフィナンシャル・レバレッジの接近方法」『産業経理』同文館, 第28巻第4号, 1968年4月, 90ページ。

するもの、とされている。

ところで問題は、かれらのいう「株主の利益」とは、いかなることを意味するのかということである。この場合の株主とは、株主を十把一からげの的にとらえた「株主一般」であり、会社経営に実際に参画している支配株主層と、それ以外の従属株主層との分化に着目していない。森 昭夫教授は、この株主層の分化について言及され、その結果、「株主利益＝会社利益という前提が崩壊するとしたならば企業成長の財務決定モデルは修正されなければならない」として、R.マリス (R. Marris) の所論を中心に「経営者支配と企業成長」の問題を論じられる²⁶。同教授の問題指摘は鮮明であり、その論理展開も説得的である。しかしながら、結局のところ、支配株主＝企業の利益の増進が(長期的には)一般株主の利益に通じるといふふうに結論づけられるようにおもわれてならない。むしろ、財務管理論者ないしは投資決定論者の「株主利益＝企業利益」の設定を、その株主を支配株主と解し、そのまま企業の利益追求のための財務面におけるマイクロ・エコノミックスの発展とすればよいのではないか。それは、成長テンポの鈍いアメリカ経済にとって最大課題である経済成長の問題に取り組むマクロ・エコノミックスの発展に照応するものである。

26 森 昭夫, 前掲論文, 60—76ページ。

27 同教授の所説から、このように理解される文脈が散見される。たとえば、「短期的には、株主の利益は成長の犠牲とされている。しかし、……成長がはたして株主の利益の犠牲の下に強行されているといい得るか」。また、「多くの企業が、現に留保利益による成長の結果としての利益増加に伴う分配性向低下を、直接的増配や、ストック・ディビデンドや、株式分割による間接的増配によって、長期的目標配当性向を調整している」。さらにまた、企業は「超過利潤のすべてを吸収しつくすものでなく、……発生すべき剰余は、部分的には危険負担への報酬として追加的に株主に与えられ」として、そうしたことから、長期的視点に立脚すると企業の利益は一般株主の利益に通じると理解されているようにおもわれる。読解力の不足でとり違えなどがあればお許しを乞うたいであるが、間接的増配の点などについては、わたくしは教授と異なった見方をしている。拙稿「アメリカ独占企業の配当政策にかんする一考察」『同志社商学』第19巻第4号において、その点について記してみた。参照していただき、ご教示願えれば幸甚である。

1960年代に入って経済の成長テンポは高まっている（1962年から1967年までの国民総生産の伸び率は、平均して年7.0%である）。²⁸連邦準備制度当局の金融政策が、61年以降に積極的に流動性を創出する方向で転換を示してきたことは、経済成長の上昇テンポと不可分のものがある。個々の企業段階における負債資本の活用、そして外部負債依存度の上昇傾向は、こうした総資本的な金融政策に照応し、それぞれの企業が執拗に高テンポの企業成長をもくろんだからにはほかならない。大量の銀行借り入れと、それにかわる「社債旋風」は、高度成長をもくろむ企業資本の悲願の端的な財務的表現である。それにしても、残された問題は、いみじくもC. J. ルーミスがいうように、「こんごの経済運営いかんで予測は困難であるが、この長期負債依存度の上昇傾向が、かつて経験しなかったある種の危険にたいし、多くの会社を傷つきやすい状態に追いこんでおり」²⁹、かれらがそれにどう対処するかということである。

28 日本銀行統計局『外国経済統計年報』1966年、『外国経済統計季報』1968年6月より算出。1950年代のものも同様に算出。

29 C. J. Loomis, That Epic Corporate Bond Binge, *Fortune*, Feb., 1968, p. 184.