

## ITバブル期の米国企業金融

伊豆 久

はじめに

ITバブル期における米国の企業金融といえば、自社株買い（と、その金庫株を使ったストックオプションや株式交換によるM&A）が最大のテーマということになるであろう。九〇年代の米国では、IT革命やニューエコノミー論を背景に株価が急騰する一方で、株式発行（増資）はそれほど伸びず、反対に自社株買いが増したため、株式市場を通じた資金調達（増資）はネットではマイナスであった。株式市場は企業の資金調達の場というよりもむしろ、金庫株を使ったストックオプションや株式交換によるM&Aを支えるインフラとして機能していたのである。<sup>(1)</sup>

とは言え、米国企業、特にIT企業をその業種ごとに分けて見てみると、当然のことながら、自社株買いに積極的な企業ばかりでなく、反対に株式を使った資金調達（増資）に積極的な企業もあれば、債務を増やした企業、減らした企業と様々である。単に自社株買いが多いということではなく、ファイナンスの態様が、企業や業種の成長段階、信用リスクごとに明確に異なっている点、そこにこそ米国における企業金融の特徴があると考えられるべきであろう。

小稿では、こうした観点から、米国IT企業の資金調達の特徴を、BIS、FRB、日本銀行のレポート<sup>(2)</sup>によりながら、検討することとしたい。

## 1 米国IT企業の資金調達

はじめに、九〇年代後半におけるIT企業の資金調達を、全企業（金融を除く）との比較で概観しておこう（表1）。

ここからすぐにわかるのは、全企業の資金調達に占めるIT企業のウエイトが急速に増加していることである。九五年のIT企業の資金調達は二六〇億ドルで全体（二八五〇億ドル）の一四%を占めるに過ぎなかったが、ブームが頂点を迎えた二〇〇〇年上半年期には二八%に達している。資金調達の方法を見ると、全企業では株式発行がネットでマイナス、つまり株式発行よりも自社株買いのほうが大きいのに対して、IT企業では株式発行が（特に九九年、二〇〇〇年には）重要な資金調達手段となっている。さらに、債務による資金調達を見ても、全企業では、債券発行と銀行融資がほぼ同じウエイトをもっているのに対して、IT企業では債券による資金調達が銀行融資を大きく上回っている。

IT企業への強い成長期待が、証券市場から巨額の資

表1 米国におけるIT企業の資金調達と設備投資（10億ドル）

		1995	1996	1997	1998	1999	2000 上半期 <sup>1)</sup>	2000 下半期 <sup>1)</sup>
IT企業 <sup>2)</sup>	資金調達 <sup>4)</sup>	26	25	40	56	129	157	96
	株式発行 <sup>5)</sup>	4	11	0	-14	55	48	40
	債券発行	11	15	21	52	53	68	52
	融資等 <sup>6)</sup>	11	0	19	19	21	41	4
	設備投資 <sup>7)</sup>	83	88	110	117	131	161	193
全企業 <sup>3)</sup>	資金調達 <sup>4)</sup>	185	104	180	285	472	565	328
	株式発行 <sup>5)</sup>	-42	-45	-87	-134	-10	28	-29
	債券発行	84	120	169	213	221	174	186
	融資等 <sup>6)</sup>	143	29	98	206	261	363	171
	設備投資 <sup>7)</sup>	564	619	700	750	784	848	883

1) 半期の数値を年率化。2) 通信、通信機器メーカー、コンピュータメーカー、ソフトメーカー、半導体メーカー、その他ハイテク電子メーカー、インターネット関連の各企業。3) 金融を除く。4) 資金調達はいずれもネットの数値。5) 外国企業による買収分を除く。ベンチャーキャピタルを含む。6) 銀行融資、C P、ノンバンク融資など。7) ソフトウェア支出を除く。

(出所) Antoniewicz, R L, "Financing of Publicly - Traded New Economy Firms in the United States," April 2001.

表2 米国IT企業の資金調達（100万ドル）

		1995	1996	1997	1998	1999	2000 上半期 <sup>1)</sup>	2000 下半期 <sup>1)</sup>
通信 （投資適格）	資金調達	6,625	- 10,915	13,296	11,968	18,147	19,212	21,108
	株式発行 <sup>2)</sup>	- 4,267	- 3,790	- 3,085	- 15,900	- 11,051	- 36,756	- 12,102
	債券発行	5,654	2,555	3,471	20,776	20,936	20,928	22,392
	融資等 <sup>3)</sup>	5,238	- 9,680	12,910	7,092	8,262	35,040	10,818
通信 （投機的）	資金調達	4,287	13,620	15,823	28,178	34,939	44,649	2,224
	株式発行 <sup>2)</sup>	664	3,728	1,239	657	12,435	16,076	1,062
	債券発行	1,882	5,068	8,194	18,347	15,669	18,698	7,382
	融資等 <sup>3)</sup>	1,741	4,824	6,390	9,174	6,835	9,875	- 6,220
通信機器	資金調達	3,856	4,383	2,732	4,148	4,237	6,249	14,061
	株式発行 <sup>2)</sup>	1,686	3,642	717	415	2,272	5,636	5,882
	債券発行	996	1,843	937	2,457	1,607	390	5,186
	融資等 <sup>3)</sup>	1,174	- 1,102	1,078	1,276	358	223	2,993
コンピュータ （投資適格）	資金調達	- 3,243	- 3,748	- 14,093	- 23,334	- 21,648	- 34,468	- 4,827
	株式発行 <sup>2)</sup>	- 7,197	- 9,726	- 17,055	- 23,704	- 26,880	- 39,088	- 17,397
	債券発行	1,878	4,556	3,786	4,092	5,768	8,448	12,906
	融資等 <sup>3)</sup>	2,076	1,422	- 824	- 3,722	- 536	- 3,828	- 336
コンピュータ （投機的）	資金調達	8,010	10,306	4,422	10,492	23,788	59,376	15,038
	株式発行 <sup>2)</sup>	6,547	5,538	1,122	96	16,385	44,148	13,470
	債券発行	713	691	3,728	4,402	3,367	13,294	5,144
	融資等 <sup>3)</sup>	750	4,077	- 428	5,994	4,036	1,934	- 3,576
インターネット	資金調達	422	350	1,128	2,648	10,516	6,717	- 796
	株式発行 <sup>2)</sup>	269	333	546	1,604	3,088	3,208	- 96
	債券発行	0	0	450	1,678	5,438	5,901	- 950
	融資等 <sup>3)</sup>	153	17	132	- 634	1,990	- 2,392	250

1) 半期の数値を年率化。2) 公募増資から自社株買いと買収分を差し引いた額。外国企業による買収分を除く。3) 銀行融資、CP、ノンバンク融資など。

(出所) 表1に同じ。

金を呼び込んだのである。さらにIT企業を業種と信用リスクで分類して、それぞれの資金調達の特徴を見てみよう。

## 2 業種・格付けと資金調達

表2は、IT企業を四つの部門（ATTやワールドコムなどの通信会社、ルーセントやモトローラなどの通信機器メーカー、IBMやマイクロソフトなどハード・ソフトのコンピュータ・メーカー、AOLやヤフーなどのインターネット企業）に分類し、それぞれの資金調達状況を見たものである。

まず、資金調達の大きさを業種別に見ると、通信会社が最大となっている。投資適格の格付けを得ている通信会社では自社株買いも盛んであるが、それを上回る債券発行（と借入れ）で巨額の資金が調達されている。対照的なのは、コンピュータ・メーカー（投資適格）で、巨額の自社株買いを行った上で銀行融資も返済しており、債券の発行分を合わせても、資金調達はネットでマイナス、つまり内部資金を市場に還流していることになる。

また、ファイナンス状況の変動が最も激しいのはインターネット企業で、九五年に四億ドル余りに過ぎなかった調達額が、その後株式発行を中心に急増し、九九年には一〇五億ドル（二六倍）に達したかと思えば、二〇〇〇年下半期には逆に七億ドルの「返済」に転じている。

次に、通信業とコンピュータ・メーカーで、格付けによる違いを見てみると、両業種とも、投資適格の格付けを得ている企業は積極的な自社株買いを行い、反対にダブルB以下のそれに達していない企業は増資を繰り返していることがわかる。

以上のような特徴はどのような理由で生じているのであろうか。ファイナンス・パターンが全くの正反対、両

表3 米国IT企業の設備投資額

	1998	1999	2000	
			上半期 <sup>1)</sup>	下半期 <sup>1)</sup>
通信（投資適格）	59	63	74	90
通信（投機的）	14	22	32	34
通信機器	7	7	8	9
コンピュータ（投資適格）	21	21	22	34
コンピュータ（投機的）	15	15	20	22
インターネット	1	2	4	4
合計	117	131	161	193

1) 半期の数値を年率化。

(出所) 表1に同じ。

極に位置する投資適格のコンピュータ・メーカーとインターネット企業を例に整理してみよう。

IBMやマイクロソフトなどの優良コンピュータ・メーカーは、すでに潤沢な内部留保を蓄積している上、ハイテク企業とはいえすでに爆発的な成長期は過ぎていたため、設備投資のために外部から資金を調達する必要がない。反対に、余剰資金を抱えていることは、ROEの低下、株価の下落、ひいては買収の脅威にもさらされることになる。したがって株主への還元が必要になるが、税制上有利であることその他、ストックオプションや株式交換を考えれば、権利落ちで株価を下げる配当よりも自社株買いが望ましいということになる。

これと正反対の特徴をもつのがヤフーやアマゾンドットコムなどのインターネット企業である。起業からまだ日が浅く、内部留保が十分でないどころか、多くの企業は每期赤字が続く状況にあった。しかしその一方で、爆発的な成長が予測され株価は急激な上昇を続ける。図1が示すように、他のIT関連企業の株価の伸び率が（九八年初めから）二倍から五倍程度であったのに対して、インターネット企業は一五倍を超えている。したがって、こうした企業は、外部資金を債務ではなくベンチャーキャピタルからの出資やIPO等の株式の形で調達したのである。

すなわち、米国では、業種の違いが、企業の成長段階の違いと重なり、それが資金調達状況の違いを生み出し

ているのである。

同様のことが、格付けの違いについても言える。格付けの高い企業は、先に述べた理由から自社株買いに積極的となるのに対して、債務比率の高い企業は増資を含めた資金調達を行っているのである。

### 3 ファイナンス理論へのインプリケーション

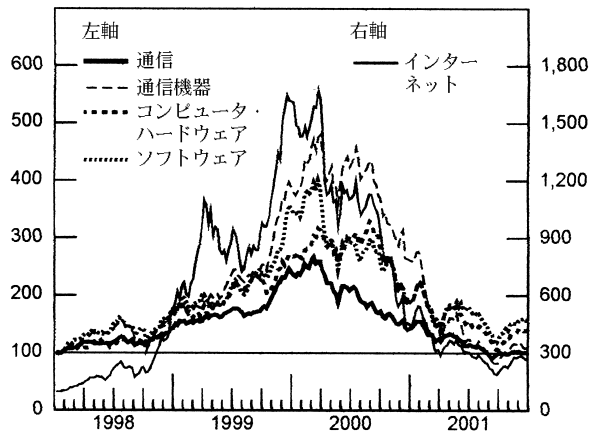
こうした状況は、経済学の教える理論とは大きく異なっている。

伝統的なファイナンス理論は、資金調達方法の違い（内部留保、増資、債務という調達資金源泉の違い）は、企業価値に影響を与えないとしてきた。

その非現実性は早くから批判されてきたが、そうした批判を背景に登場したベッキンゲオーダー理論は、情報の非対称性を根拠に資金調達には 内部資金 債務の調達 増資 という順序があると主張する。すなわち、企業経営者と市場の間に企業の内部情報について情報格差があると前提すれば、増資は企業経営者が内部情報にもとづいて現在の株価が割高であると判断している証拠となってしまう。となれば、増資のアナウンスは株価を下落させるため、エクイティ・ファイナンスは最も難しい資金調達方法となるのである。

しかしながら、九〇年代後半のIT企業の資金調達パターンは、そうした一般化が必ずしも現実的でないこと

図1 IT企業の株価（グローバルベース）



1) 98年1月1日を100として指数化。

(出所) BIS, IT Innovations and Financing Patterns, Feb. 2002.

を示している。述べてきたように、企業や業種の成長段階、信用リスク、リスク・リターン・プロファイルごとに、企業（と市場）は異なった資金調達（あるいは還元）方法を選択しているのである。例えば、インターネット企業には、そもそも内部資金がなく、借入れ用の担保もない。また、変化のスピードが極めて速い新しい技術であるため、ハイリスク・ハイリターンであるばかりか、情報の非対称性は、証券市場のみならず取引先銀行との間でも存在したと考えるべきであろう。そのため、専門知識を有するベンチャーキャピタルや（その投資資金回収方法としての）IPOが大きな役割を果たしたのである。

#### 4 日本企業の資金調達

では次に、日本の企業が九〇年代後半にどのような資金調達をおこなっていたのかを見てみよう。同じくITブームに沸いたとはいえ、「ニューエコノミー」が喧伝された米国と長期化する不況にあえぐ日本とは、その環境が大きく異なることは言うまでもない。しかしながら、両者の間には景気動向や不良債権問題に還元できない類似点、相違点が存在している。

表4は、日本企業約三〇〇社を、A IT関連企業 とB 非IT企業、 新興企業（設立五年以内）と 既存企業 という二つの基準で四つのブロック（A、A、B、B）に分け、一九九六年から二〇〇〇年までの五年間でそれぞれの資金調達方法がどのように変化したかを、調達額の増減率で示したものである。

まず、A IT企業 とB それ以外の企業 を比較してみよう。IT企業が株式を中心に資金調達を増やしているのに対して、IT以外の企業の資金調達はそれほど伸びず、特に株式発行の伸びが最も低い。これは先に

確認した米国IT企業の資金調達パターンと類似した傾向である。

次に、新興企業と既存企業を比較すると、新興企業は資金調達に積極的ではあるものの、その方法としては銀行融資が中心である。反対に既存企業では株式での資金調達のウエイトが高い。これは米国とは大きく異なる特徴である。米国のパターンを当てはめるなら、新興企業は株式で、既存企業は株式には消極的、むしろマイナス（自社株買い）となるはずだからである。この点は、四つのブロックを見るとさらに明らかとなる。

A …新興・IT企業 では株式でも活発な資金調達がなされているが、その伸び率は銀行融資と同じ（四・七％）である。A …既存・IT企業 では、資金調達は少ないものの、その中心は株式（三・〇％）で、銀行融資はマイナスとなっている。このことと、B …銀行融資への依存度が最も高いこと、

でも株式発行が一定の水準にあることからすると、ITバブル期における日本の企業金融の特徴は、以下の

表4 日本企業の資金調達パターン

		：新興企業（94社）		：既存企業（2,808社）	
		資金調達額	9.8	資金調達額	1.9
		株式	0.8	株式	0.8
		債券	0.8	債券	0.9
		融資	8.2	融資	0.1
A：IT企業 (415社)		A - ：新興・IT企業 (28社)		A - ：既存・IT企業 (387社)	
資金調達額	3.9	資金調達額	8.7	資金調達額	3.7
株式	3.1	株式	4.1	株式	3.0
債券	1.9	債券	- 0.1	債券	2.0
融資	- 1.1	融資	4.7	融資	- 1.4
B：非IT企業 (2,487社)		B - ：新興・非IT企業 (66社)		B - ：既存・非IT企業 (2,421社)	
資金調達額	1.9	資金調達額	10.1	資金調達額	1.5
株式	0.4	株式	0.2	株式	0.4
債券	0.7	債券	1.0	債券	0.7
融資	0.8	融資	8.9	融資	0.4

1) 数値は、1996年から2000年までの増加率。2) 債券はCPを含む。

(出所) Fujita, K and T Matsuno, "Financing the 'New Economy' Firms in Today's Japan," June 2001.



ように整理することができるであろう。

第一に、株式による資金調達への依存度は、ＩＴ関連企業で高く、それ以外の企業では低い。この点は米国と同じであつて、ＩＴバブルは日本の株式市場にも、程度の差はあれ米国と同様の影響を与えたと言えるであろう。しかしながら第二に、株式への依存度に関しては、既存企業で高く、新興企業で低い。そして、既存企業は銀行融資への依存度が低く、新興企業は銀行融資に大きく依存しているのである。これは米国とは異なる日本の特徴である。

こうした特徴の背景には、まず、日本にはベンチャーキャピタルによる出資、その回収手段としてのＩＰＯや売却（Ｍ＆Ａ）といった、株式を通じた新興企業への資金供給システムが整っていないことが上げられよう。その結果、様々な分野で変化の兆しが見られるとはいえ、現在も日本の企業金融では銀行融資への依存度が非常に高いのである。その一方で、ＩＴ企業に関しては日本でも株価の大幅な上昇が見られたのであり、そうした企業では株式の発行も一定の伸びを示している。しかしながら、日本ではＩＴ企業といつてもその多くがソニーや富士通などの既存の優良大企業だという特徴がある。つまりＩＴなどの新ビジネスが、米国のように新興企業というより、大企業の一部門として登場するという傾向が強いのである。その結果、新興企業は銀行融資に依存し、大企業こそがエクイティ・ファイナンスを行うという、米国とは逆の状況が生じているのである。資金仲介形態としての株式と債務それぞれのリスク特性と、それを利用する企業のリスクとが必ずしも適合していないと言えるであろう。

おわりに

しかしながら、周知のように、米国IT企業の資金調達パターンも、バブルの崩壊によって大きく変化したのであり、全体を評価するにはまだ時間が必要であるだろう。

二〇〇〇年の春には、インターネット企業の収益が予想されたほど伸びていないことが指摘されて、ネット関連企業の株価が暴落しはじめた。するとインターネット需要の増大を期待して莫大な設備投資を行ってきた通信会社、通信会社を顧客とする通信機器メーカーへと株価下落が広がり、通信会社など多数の大企業での粉飾決算がそれに拍車をかけた。

この結果、株式市場では、IPO市場は低迷、ベンチャーキャピタルも縮小が伝えられている。また債券市場では、ブロードバンド・ブームを見越して光ファイバーの敷設競争を展開しそのための巨額の資金を債券で調達していた通信会社のデフォルト・倒産が続出している。こうした状況に対してBISは、そのレポート（注2参照）でハイテク企業のバリュエーションの難しさなどの課題を指摘しつつも、「ハイテク株の暴落が、金融機関の大規模な破綻につながっていないという事実は、市場メカニズムを通じた金融リスクの配分（クレジットデリバティブなどを指す 引用者）を再評価させるものである」（二五頁）としているが、果たしてそうであろうか。米国企業のリスクを引き受けた欧州の保険・銀行株が昨年夏ごろから急落、世界経済の新たな懸念材料となっている。その意味でITバブル期のファイナンスはまだ終わっていないのであって、引き続き検証が必要であるように思われる。

注

- (1) 九〇年代後半の企業金融の現状' "Survey: Corporate Finance," *Economist*, Jan. 27, 2001.
- (2) BIS, IT Innovations and Financing Patterns, Feb.2002 ; Antoniewicz, R L (FRB), "Financing of Publicly Traded New Economy Firms in the United States," April 2001; Fujita, K and T Matsumo (日銀), "Financing the 'New Economy' Firms in Today's Japan," June 2001. <http://www.bis.org/publ/cgfs19cbpapers.htm> 参照

(2) 今後の研究)