

資産の流動化と株式会社の今日的役割

坂本恒夫
明治大学

I 資産の流動化とは何か

資産の流動化とは、もともと固定的・制度的と考えられていた資産を、さまざまな仕組みを使って、流動的・非制度的な資産にして、その機能を収益的・効率的に再構築していく手法を言う。

したがって、この後述べる証券化商品はその典型だが、今日大きな話題になっている持株会社・会社分割制度、金庫株制度、トラッキング・ストックなど新たな財務手法も、収益性の再構築という点に着目するならば、資産の流動化の一種の方法と規定することができる⁽¹⁾。

1 証券化商品

証券化商品とは、収益を生み出す特定の資産をプールし、企業等のバランスシートからその資産を分離し、それから生み出されるキャッシュフローを裏付けとして発行される証券のことである⁽²⁾。

証券化商品の利用による財務的意義は、①有利子負債の返済②資産圧縮③固定費の変動費化④キャピタル・ゲインの獲得などである。①有利子負債の返済は、証券化商品の発行で資金を早期回収し、それをもって利子負担の軽減をはかろうとするものである。例としては西武百貨店の3店の証券化、新

宿住友ビルの証券化、森永製菓の本社ビルの証券化などが上げられる。②資産圧縮型とは、証券化によって固定資産を圧縮し財務内容の改善をはかろうとするものである。例としては、森ビルのアークヒルズの証券化、コスモ石油のガソリンスタンドの証券化などがあげられる。③固定費の変動費化は、証券化によって固定費である減価償却費を賃借料などの変動費的なものに転換し、売上などの増減にも柔軟に対応できるようにしようというものである。例としては、マツダの不動産の証券化などがあげられる。ここまでの証券化商品が、現実のキャッシュフローや収益を前提としている非加工型のものであるとすると、現在またこれから注目されるものが将来の改善されるキャッシュフローや収益を資本還元する加工型証券化商品である。これは④キャピタル・ゲイン型と呼ばれるもので、今後のコスト削減・利益の増加をあてこんで証券発行をするものである。例としては、英現地法人・野村インターナショナルのチェコ・ビール会社買収にみられるもので、売却価格から買収価格と資産価値改善コストを差し引いたものを資本還元している。また新生銀行におけるリップルウッドも改善されるであろうキャッシュフローや収益に期待して投資しているし、広く捉えれ

ば最近の「再生ビジネス」はこれに含めることができる。

2 持株会社・会社分割制度

持株会社とは、株式を保有することによって他の会社を支配することを目的として設立する会社だが、日本では第2次世界大戦前、財閥が傘下の主要会社を支配するために利用し一般化した。持株会社を頂点にピラミッド型に数多くの会社を支配することは、経済力を集中し市場に独占をもたらすだけでなく、海外への侵略性という弊害をも併せ持つとして、戦後「独占禁止法」が導入され純粹持株会社の設立は禁止された。しかし事業会社との兼営持株会社は容認されたため、実際は事業会社が株式の相互保有や一方的所有によって相互支配、傘下会社支配を展開し、企業集団が形成・確立された。

ところで近年、グループ企業を統括するために持株会社の設立が解禁された。これはグループ企業全体の効率的経営を目指すもので事業参入・撤退の柔軟性、異なった賃金体系の利用、リスクの分散などが目的で、戦前の家族的・閉鎖的な支配構造とは異質のものである。したがって戦前の財閥と異なり、傘下の企業はその採算で売却されたり、縮小・撤退されたりする。

会社分割制度とは、企業の機動的な事業再編を可能にするため、事業の一部をスピーディーかつ簡素な手続きで分割できるようにする制度である。新会社を作り、そこに分離部門の事業を移管する「新設分割」と、分離部門を既存の会社に移管する「吸収分割」があ

る。会社分割の意義は、企業の経営戦略の下に、不採算部門の縮小・切り捨てが可能であること、経営資源を高収益部門にシフトできること、さらに異なった労働条件でも事業を継続できること、などである。

このように持株会社・会社分割制度は、固定的・制度的な事業や子会社を流動化・非制度化して、効率化・収益化することができる。

3 金庫株制度

金庫株とは、会社がすでに発行した株式を買い戻し保有することを言う。近年注目されている理由は、これが株価対策や経営安定政策など財務政策の一環で用いることができるためである。従来日本では、担保の差し押さえなど例外的な事例を除いて、自社株保有は禁止されていた。しかし近年、株価の低迷が株式の過剰発行などに起因するのではないかという認識から、株式持ち合いを代替する受け皿作りによる経営安定策として限定的に導入された。償却のための原資は原則的に配当可能利益に限定されたが、時限的に資本準備金の範囲までとされたため、急速にこの制度を利用する会社も増加している。

しかし今日の国際的な自社株保有は、過剰資本を縮減するためのものである。企業に求められている効率経営は例え自己資本であっても無駄の排除を要求しており、近年の利益率向上の有力な一手法となっている。そこで償却の原資など保有の制限を完全に自由化していこうという動きもある。

4 トラッキング・ストック

トラッキング・ストックとは、ある事業部門を対象に発行する株式のことである。成長分野の事業を対象に議決権を気にせずに資金調達が可能である。アメリカでは1984年のゼネラル・モーターズを皮切りに約40銘柄が上場されている。日本でも2000年12月にソニーが発行を発表した。2001年2月に臨時株主総会で定款を変更し種類株として発行を予定している。インターネット接続サービスのソニー・コミュニケーション・ネットワークを対象として、調達予定額は700から1,000億円と言われている。重厚長大企業では情報通信事業など成長分野を持っていたとしても成熟産業と見なされて株価が低迷し資金調達が不利であった。事業部門株の発行が可能になれば、成長事業を子会社化せずに資金調達でき、また不採算部門の整理、有利子負債の返済にも有効に対応できる⁽³⁾。(図表1参照)

図表1 トラッキング・ストックと
子会社上場の違い

形 態	トラッキング・ストック	子会社上場
株 式	親会社の種類株	普通株式
経営権	親会社が100%支配	公開時の公募・売り出しで持ち分低下
子会社価値の顕在化	可 能	可 能
資金調達主体	親会社	子会社
資金調達使途	グループ全体	子会社事業に限定

出所)『日本経済新聞社』2000.11.21.

II 資産の流動化の背景

1 企業経営と株式市場との関係

それでは次に、資産の流動化の出現・一般化とその背景について考えてみよう。

1980・90年代を通じて最も注目しなければならないことは、企業経営と株式市場の関係の変化だと考える。

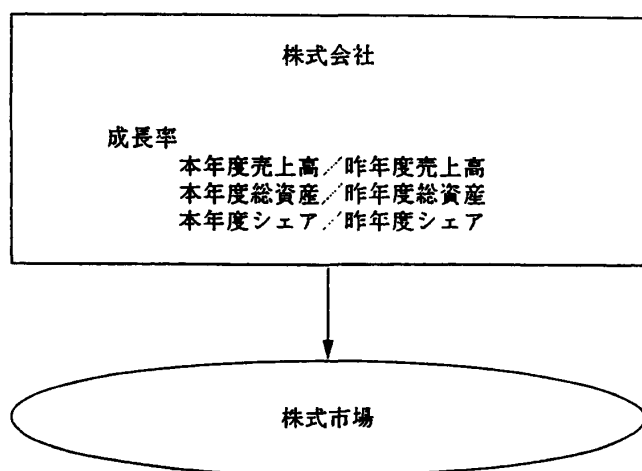
1990年までの企業経営と株式市場との関係は、企業のビジネス活動のため株式市場が資金を供給するというかたちで、株式市場は企業を財務面で支援する役割を担っていた。ここでの両者の関係は、企業が主体的存在であり、株式市場は従属的存在であったと考えられる。しかし、90年以降はこの両者の関係は大きく変化した。企業は、従来とは異なり、自らの意思よりも株式市場の評価を強く意識してビジネス活動を展開するようになった。その結果、株式市場の評価を高めるために、これまでとは逆にビジネス活動を拡大ではなく縮小することも現象化してきたのである。企業は、株式市場から財務活動はもちろん経営活動も監視されるようになったのである。こうして株式市場は、企業経営にとって支援から支配する役割に転換したと言ってもよい。

株式市場の役割は、発行体の円滑な資金調達、投資家の有利な資金運用、そして有効かつ適切な資金配分だが、市場の主役が保険・年金・投信のような機関株主に変化すると、こうした機関株主の企業評価基準で、市場の現実には機能していくのである。

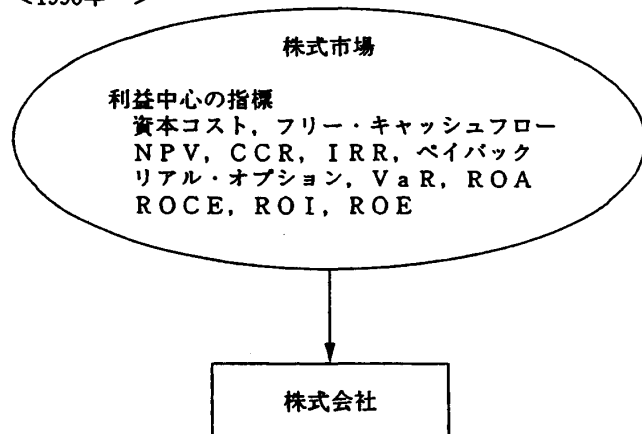
「図表2 市場・企業間関係の変

図表2 市場・企業間関係の変化

<～1990年まで>



<1990年～>



化」で明らかなように、1990年頃までは、企業経営の目的は、売上高・総資産・シェアの成長であった。こうした企業間の競争を支援するかのようなかたちで、株式市場は機能し、株主は大衆・零細株主に分散していった。しかし機関株主が登場してくる1990年以降では、将来的な高配当、キャピタル・ゲインが求められるため、企業経営はキャッシュフローや株主資本コストを強く意識した経済的利益を追求するものに変化してくる。

利益率を指向する経営では、資本は

時として拡大が求められるが、今日のような成長の限られた経済・経営環境では資本の縮減が求められ、資産の流動化政策が展開されるのである。

2 機関株主の投資行動

1980年代および90年前後までは、機関投資家は物言わぬ巨大な象のような存在であった。沈黙の共同出資者ということで、サイレント・パートナーと呼ばれた。しかしそれにはそれなりの理由が存在した。1980年代は欧米は長期の経済の停滞期であった。こうした時代は、他に有力な投資の代替案が存在しないわけであるから、機関投資家は投資対象企業が倒産したり経営破綻を起さないことだけを祈るより他に方法が無かったのである。

しかし1990年代に入ると欧米の経済も次第に回復軌道に入ってくる。いくつかの分野では高収益企業、高成長企業が現れてきた。こうなると、機関投資家も従来の投資先では不満足になってきた。当然のことながら低リターンの株式は売却して高リターンを求めて投資先を変更することになった。こうした行動はウォール・ストリート・ルールと呼ばれて、機関株主の投資行動を説明する概念用語となった。

そしてこれに拍車をかけたのがERISA法（従業員退職所得保障法）のブルーデントマン・ルールだ。このルールは、機関投資家は報酬をもらって業務を行うのだから、忠実に委託者の利益を図らなければならないというものだ。その利益追求のために、議決権

の行使が許されている。企業価値を高められない経営者はその席に座り続けることはできないと、機関投資家の意思を伝えることができるようになったのである。

しかし、機関投資家をさらに積極的な行動に駆り立てたものは、1990年代半ばから如実に現象化してくる産業構造の変化・IT革命である。IT革命がもたらしたものは、代替投資の提案である。この代替投資が顕在化するにつれて、機関投資家の眠っていた投資意欲が目覚まし始めたのである。IT革命によって、さまじまの局面でコスト削減と収益増加が見られた。また新産業・新業種の勃興により高成長・高収益企業が出現した。こうして機関投資家の大量の資金が移動したが、そのことは同時に低収益・停滞企業に経営改革・改善を促すものとなったのである⁽⁴⁾。

こうして企業においては、経営資源を収益的・効率的に構築していこうという動きが出現してくる。それこそが証券化商品であり、あるいはトラッキング・ストックなどの新たな財務手法なのである。したがって資産の流動化政策は、機関株主のアグレッシブな投資行動に支えられ一般化しているのである。

3 機関投資家支配下の利益率の引上げ競争

(1) 資本性指標の重視

キャピタル・ゲインに強い関心を持つ機関株主による支配は、株式会社の現実資本にも様々な影響を与える。例

えば、経営者に現実資本的発想の排除が求められ、さらに経営目標は株式資本の増殖（株主価値の極大化）に統制される。企業評価の指標も、生産性、安全性、流動性、収益性という従来の指標が後景に退き、投資価値を示す資本性指標が重視されてくる。こうした動きを表現すれば、これは人間的なもの、物理的なもの、つまり非資本的なものを排除する、資本運動の純化の動きと見ることができる。

その典型的な企業評価指標が、「経済付加価値（EVA）」である。これは、会計上の純利益ではなくキャッシュ・ベースと株主資本コストを意識した新たな利益概念である。不確かな帳簿上の利益ではなく本当に現金収入があったかどうかというキャッシュ・ベースの他に、機関投資家が台頭し株主資本価値を重視する考え方が定着してくると、株主資本コストをカバーする利益を上げることが極めて重視されるようになる。もし株主資本を無コストと考えると株主資本は大きいほど良いことになり、バブル経済時のように無秩序な増資が展開され、過剰資本が大幅な株価暴落を招く。アメリカのスターン・スチュアート社はこうした過剰資本状態の再来のないよう、他の借入利子などと同様株主資本コスト（配当プラスキャピタル・ゲイン）を加味した利益概念を開発した。

機関株主支配下では、資本性指標の向上を目指して、企業間で利益率の引上げ競争が展開されるのである。

(2) 利益率の引上げ方法と資産の流動化

言うまでもなく今日において既存の産業分野はすでに過剰資本時代を迎えている。これは、一方における生産能力の顕著な増大と消費や資源の物理的・経済的限界から生じているのである。したがって成長著しい新産業分野も今日のように資金力・技術力が高水準の時代ではすぐに過剰資本化の事態が生じてしまうのである。したがって企業の利益率の引上げ戦略は、資本および売り上げは一定もしくは低下するということを前提にして立案されている。

利益率の引き上げ戦略は、①リストラ②固定費の変動費化③特化というかたちで展開される。

まず①リストラ戦略は、費用の削減というかたちで行われる。人件費や経費などあらゆる費用の見直し、そして節約と削減が行われる。この見直しは従来は経営レベルで行われてきたが、現在は資本レベルで展開されている。例を上げると、事業部門の清算・売却において、従来は不採算部門が対象になったが、現在は相対的に低収益の部門がリストラの対象になるのである。つまり、資本、換言すれば投資家から見て、その事業部門が絶対的には高収益であっても、他と比較して低収益であれば削減や売却、または経営資源の移転が行われる。近年導入された持株会社制度は、現在では多角化戦略の現象形態と見られているが、前述したように、リストラのために不採算部門を切り捨てる手段として利用されている。その際の不採算とは投資家から見た

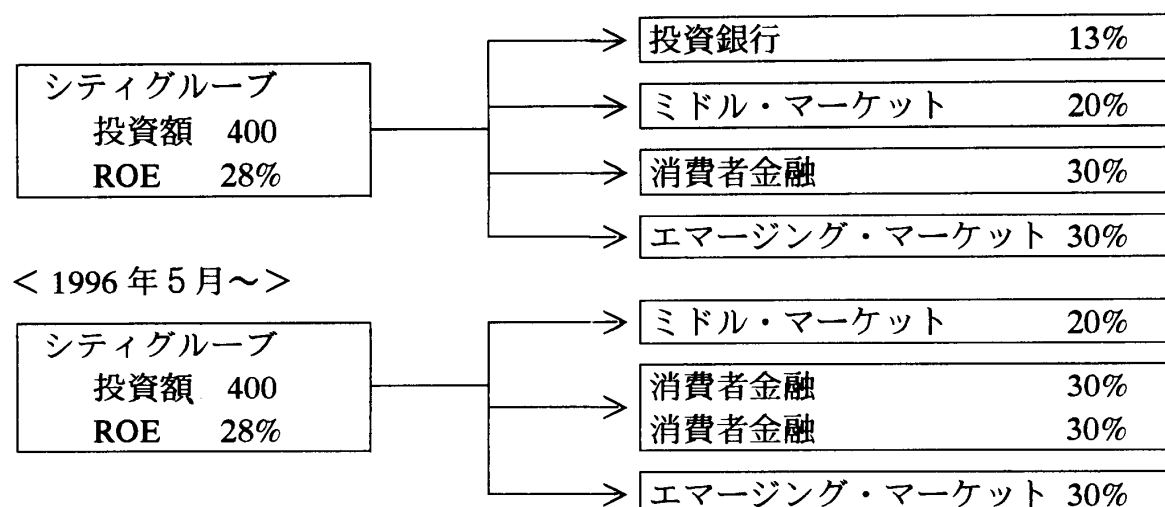
「相対的な低収益」というものが基準になっている。

次に②固定費の変動費化とは、費用の柔軟化、換言すれば、資産の流動化による固定費の変動費化だと言うことができる。設備に伴う減価償却費という固定費を例えば賃借料のような変動費的なものに転換し、売上げの変化に対応するかたちで損益分岐点を下げ、利益を創出していく手法である。

この手法は固定費である人件費にも応用できる。例えばアルバイトや派遣労働者の利用であるが、さらに最近では単純労働だけでなく、研究労働者にも適用されている。産学連携として進められている大学のTLOは人件費という研究費での固定費の変動費化であり、雇用局面でも見られる現象である。

③特化とは、資本に対する費用効果の向上を目指したものである。リストラの箇所ですべたように、事業部門を利益率で比較考量して、相対的に低収益部門は閉鎖し、高収益部門に経営資源を集中するというものである。これは株式市場での評価の向上をねらったものであり、機関投資家を強く意識したものと云わざるを得ない。例えば、シティーグループの特化戦略は投資銀行部門を閉鎖しリテール部門へ経営資源を集中するものであった。これは、この典型例ということができる。(図表3参照)

図表3 シティグループの特化戦略（モデル）



4 株式会社の今日的役割と企業集団の今後

(1) 資本・支配集中とコスト削減の機構

機関株主・投資家に主導された株主価値・資本性指標優先の経営の下で、株式会社制度の機能・役割はどのようなものになってきているのであろうか。これまでの資本・支配集中機能とは違いがあるのであろうか。また成長指向・拡大経営を支えてきた日本の企業集団はどのような変貌を今後とげるのであろうか。

まず、ここでは資産の流動化という新たな機構を内在化させた株式会社がどのような特質をもった株式会社として21世紀初頭に存在し続けるのか検討してみよう。（図表4参照）

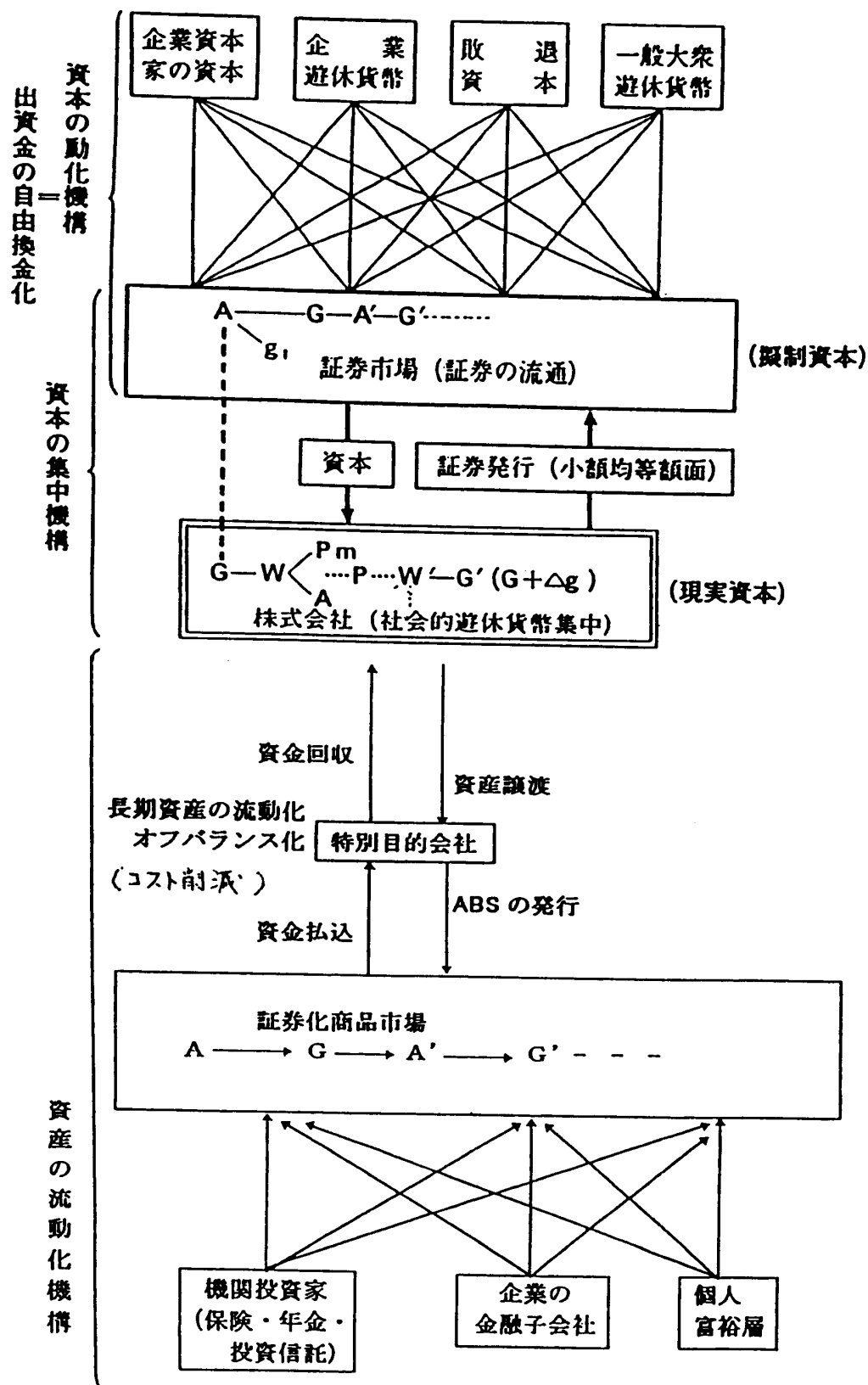
かつて大塚久雄氏は、株式会社の有限責任制度に着目し、債権者の無限の債権要求から事業主が身を護るリスク回避機構として株式会社を位置付けた。

その後、内外の多くの金融論者は、株式会社を資本集中機構として位置付

けた。株式市場の資本動員という役割に着目した主張であった。日本では川合一郎氏や生川栄治氏らがこの観点から株式会社の役割を理論的に説明した。この理論は、20世紀初頭のドイツでの重化学工業の発展、アメリカにおける顕著な産業資本の成長、日本の戦後の高度経済成長などの歴史的現実根差した理論であった。

株式会社は資本集中機構であるという通説に異議を唱えたのは、馬場克三氏であった。馬場氏は株式流通市場の有する資本の換金化に着目し、株主の貸付資本家化という現象から、株式会社を支配集中機構として位置付けた。株式会社は一部の支配的な株主と無機能化した貸付資本家と同様の無数の株主によって構成されていると主張したのである。この主張は、先進資本主義における株式流通市場の急激な発展、株式会社における財務局面での自己金融化現象、そして経営者の相対的な支配権限の強化という状況の中で、いっきに支持を拡大していった⁽⁴⁾。

図表4 資産の流動化によるコスト削減機構としての株式会社



こうして株式会社は、リスク回避、資本集中、支配集中の機構として位置付けられてきた。

それでは資産の流動化という機能を内在化させた今日の株式会社はどのように理解すればよいのであろうか。筆者はこれをコスト削減機構として位置付けたい。

株式市場で圧倒的なパワーを持つにいたった機関株主・投資家は、株式会社に対し投資効率を強く求める。株式会社の経営者は、この株主の要望に応えるためにキャピタル・ゲインが増加するよう利益率アップに努める。かつて見られた産業構造の重化学工業化や今日のIT産業の成長分野においては利益量と利益率の同時上昇が可能であるが、今日の既存産業では利益量と利益率を同時に追求することはできない。利益率の追求によってしか機関株主・投資家の投資効率の向上をはかることはできないのである。そこで利益率を上げるためには、低収益の資産規模を移転や縮小して有効活用するか、高収益部門に経営資源を特化するしか方法は存在しない。

資産の流動化機構とは、株式会社で肥大化している資産を売却して資本効率を高めるためのものであり、巨大な減価償却費という固定費を売上高の増減に対応できる賃借料のような変動費的なものに転換していくシステムなのである。つまり利益率やコスト・パフォーマンスの側面から評価し直し、過大な資本を縮小・移転するためのメカニズムなのである。

筆者が今日の株式会社をコスト削減

機構として位置付ける理由はここにある。

したがって、今日の株式会社は、リスク回避、資本集中、支配集中の他に、コスト削減の機能も併せ持つ機構に変化したのである。

2 企業集団はどうなるか

さて成長指向・拡大経営のために大きく貢献してきた企業集団は、資産の流動化などが主流の利益率指向、効率経営の中で、どのように変化するのであろうか⁽⁶⁾。

企業集団の今後をうらなう上で特に注目すべきポイントの第1は、情報技術の発展などがもたらす産業構造の進展である。IT革命と呼ばれるこの分野での産業構造の転換は企業集団の構造に大きな影響をもたらし、この面に対応した再編成が見られるであろう。

第2は株式市場を通じて監視を強める機関株主・投資家の動きである。アメリカを中心とする機関投資家は、日本の優良企業250社の20から30%の株式を保有していると言われる。他方企業集団の法人保有株主は、株式持合いが崩れたとは言っても安定支配比率の30%前後を保有していると見られる。したがって、今後企業集団と市場（機関株主・投資家）の対立があらゆる局面で見られてくるが、例えば三菱自動車のリコール問題のように社会的責任を軽視するような不祥事が起きた場合、いっきに外国資本の軍門に下るようなことも有り得るが、こうした不祥事が起きない限りは外国資本支配に取って代わることはないであろう。

しかし、欧米の機関株主・投資家の動向も考慮した、この面での再編成も視野に入れて企業集団の今後の動きを見ていくことが必要であろう。

第3はメイン・バンク・システムと系列融資に関わる問題だ。最近、優良企業の中でメイン・バンク崩れが起きていると言われる。それはキャッシュ・マネジメント・システムの導入をめぐってである。キャッシュ・マネジメントは、広い意味で運転資本管理だが、今日ではこの運転資本管理がなかなかむずかしい。なぜなら今日の大企業は多くの子会社から成り立っている巨大グループ企業であるだけでなく、国際化してそれらが地球規模的に点在しているから、それらを一元的に管理することは至難の業である。組織も違い、通貨・税などの制度も異なるから、これを日常的に管理することは大変だ。しかしこれを正確に管理できれば、資金も節約できるし、したがってコストも削減できる。この資金節約、コスト削減がキャッシュ・マネジメントだが、これが今日、大変注目されている。これはシステム化するには膨大な資金と作業が必要で一企業では開発できない。大銀行しかできないと言われるが、シティ・コープやチェース・マンハッタン銀行はこのシステムを開発してすでに大企業に売り込み巨額の利益を得ているという。日本の大銀行でこれを手掛けているところは現在は皆無だ。したがって日本の優良国際企業ではメイン・バンクとは距離をおいて、シティ・コープやチェース・マンハッタン銀行との取引にウエイトを移したとこ

ろも少なくない。このようにメイン・バンク・システムと系列融資関係は、部分的に風穴が開きかけており、メイン・バンクと外国銀行との対立からくる再編成も視野に入れておかねばならない。

以上の3点を考慮に入れて企業集団の今後を考えると、今後は市場から監視される緩やかで開放的な大企業連合に変化していくと見るのが妥当である。そして顕著な動きとしては、新産業、新技術における提携が盛んになり子会社設立などが見られよう。また大企業では外国機関株主の増加に伴ない執行役員制度や社外取締役制度の導入が顕著に現象化するであろう。さらに縮小・移転・効率・収益・リスク回避のための連携強化が随所に展開されよう。

注

(1)証券化「業務の黎明は、古く昭和恐慌下の地方銀行救済のための債権流動化策としての1931年の抵当証券法制定に溯ることができるし、住宅ローン債権の流動化を目的とした1974年の住宅抵当証書制度も存在した。しかしながら、いずれも間接金融に閉じた中でいわばその便法として誕生した経緯もあり、かつ証券市場の発達が充分でない状況下では米国型の証券化関連ビジネスのような発展は見られなかった。その後、バブル期において米国的ABSのスキームの研究・紹介が盛んとなり、官民あげての検討がすすめられ、他方不動産の小口販売の手法としての擬似証券化商品も登場した。しかしながら、これらもバブル崩壊に

伴う弊害が先行し日本における証券化ビジネスの定着にはいまだ距離のあるものであった。斬くにして日本の証券化関連ビジネスが本格的な展開を示し、証券業者のコミットメントが強くなってきたのは90年代半ば以降、とりわけここ2・3年間である。その要因は第一に証券化ビジネスに関連する法的整備が急速に進んだこと、第二に発行体のニーズが増大したこと、そして第三に仲介業者が海外現地法人等で相当の経験・実績を積みこの業務への練度が増したこと、である。」(川村雄介「ポストビックバンの投資銀行業務の在り方について」『証券経済研究』日本証券経済研究所、2000年9月号)。

(2)『詳説 現代日本の証券市場』日本証券経済研究所、2000年、110頁およびFabozzi, F. Modigliani and M. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Pentice-Hall, Inco., 1994を参照せよ。

(3)トラッキング・ストックについては、池上恭子「事業再編と資金調達の新たな動き—米国の場合と日本の動向—」『日本経営財務研究学会第24回全国大会(2000. 10.15)』の報告による。

(4)機関株主支配の歴史的変遷や実態については、アメリカの場合は三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』日本評論社、1999年、イギリスの場合は、ロンドン資本市場研究会編『機関投資家と証券市場』日本証券経済研究所、1997年などを参照せよ。

(5)株式会社の経済的特質については、

馬場克三『株式会社金融論』森山書店、1965年参照せよ。

(6)日本における成長指向・拡大経営の歴史的変遷については、坂本恒夫『戦後経営財務史—成長財務の軌跡』T & Sビジネス研究所、2000年を参照せよ。

参考文献

- (1)池上恭子「事業再編と資金調達の新たな動き—米国の場合と日本の動向—」『日本経営財務研究学会第24回全国大会(2000. 10.15)』の報告集。
- (2)川村雄介「ポストビックバンの投資銀行業務の在り方について」『証券経済研究』日本証券経済研究所、2000年9月号。
- (3)坂本恒夫『戦後経営財務史—成長財務の軌跡』T & Sビジネス研究所、2000年。
- (4)馬場克三『株式会社金融論』森山書店、1965年。
- (5)日本証券経済研究所『詳説 現代日本の証券市場』日本証券経済研究所、2000年。
- (6)三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』日本評論社、1999年。
- (7)ロンドン資本市場研究会編『機関投資家と証券市場』日本証券経済研究所、1997年。
- (8)Fabozzi, F. Modigliani and M. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Pentice-Hall, Inco., 1994.