



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第61回

米国大企業の債務超過



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

アメリカの大企業が、何だかまたおかしくなっている。「おかしい」のは、債務超過になるまで配当や自社株買いを進めている点で、「また」というのは、リーマンショック以来ということである。

リーマンショックによって、アメリカ大企業は自己資本が少ないことの危険をよく理解したのだと思っていた。どうということかという

- ① 企業は自己資本利益率(ROE)が高いと、市場から評価され株価が上昇する。
- ② 自己資本利益率は「純利益÷自己資本」なので、利益が同額なら自己資本が小さいほうがROEがよくなる。
- ③ だから米国企業は配当と自社株買いによって自己資本を小さくした。
- ④ そこにリーマンショックが来て、企業は赤字になった。
- ⑤ 赤字額が自己資本より大きければ債務

具体的には、この5億ドルを配当している。配当は自己資本を取り崩して実施するもので、資金は外部(株主)に届けられる。換言すれば、バランスシートからは消える。図では、現金5億ドルを配当したので、この会社の資産は、設備の5億ドルまで小さくなった。総資産が半分になったということだ。そしてバランスシートの右側では、5億ドルを外部に

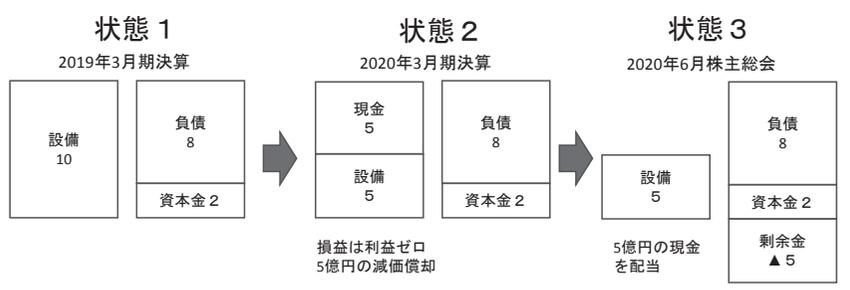


図 債務超過に至るプロセス

ルを外部に配当したので、剰余金がマイナスが5億ドルである。これに資本金2億ドルを加えるとマイナス3億ドル。これがこの会社の自己資本である。自己資本がマイナスだというのが、債務超過である。そしてこのマイナスがある中で、負債(借入金や社

超過となり破綻する。という流れで、GMをはじめとする米国自動車産業のビッグ3が凋落していった。

この流れの教訓は、自己資本は小さすぎはいけないというものだったはずである。しかし、米国企業の2019年の決算を見ると、主要500社のうち24社が債務超過で、リーマンの年より多い。合計の債務超過額は650億ドル、7兆円強である。数字だけを見ると、まるでリーマンどころか大恐慌でも来たのかと思えるようなものだが、実際には、各企業の経営者は、意図的に債務超過にしている。自己資本がマイナスということは、理論上ROEを計算できない。ついにそこまで行ったかという、驚きを超えて感慨である。

借入金を配当に回す

債務超過にいたる簡単な流れを図で説明してみよう。これらの図は、企業のバランスシ

債)が8億ドルになっている。資産5億ドルの会社が、8億ドルを借りているわけである。何だか無理を感じるのだが、その無理が通るのが、現代米国の企業社会なのである。

また、このような説明からは「減価償却で得たキャッシュを使って配当を行った」という印象を持つことになると思うのだが、実際には「状態3」が示すように、配当の原資は借入金なのである。つまり、お金を借りて配当している。借入金なので、事業の成果ではない。それを配当に回すというもおかしな話である。

このように、米国企業がお金を借りてまで配当できるのは、低金利だからである。金利が高ければ、借入金を減らそうとするだろう、しかし金利は低い。たとえば、自社株買いと借り入れ返済を比較してみる。減価償却によって生まれた5億ドルを返済に回していたとすると、金利4%として年間の利払い2000万ドルが節約できる。これに対して、株式の配当利回りが4%より高いと、借り入れをそのままにして、自社株を買うほうが企業としてはトクになる。もちろん、この5億ドルを配当する場合はこのメリットがない。ただし、配当の多い会社は人気が出るので株価が上がりやすい。

トクするのは経営者

さてところで、私にはこのような「企業の論理」だけで、企業が債務超過になっているように思えないのである。では誰の論理か

トである。単位は何でもよいが、億ドルにしておく。まず「状態1」は企業の設備(左側の資産)が10億ドル、この設備投資のために、資本金2億ドルと借り入れ8億ドルを使っている。これが19年3月末の決算であり、19年4月1日から始まる年度のスタートの状態である。

この企業の19年度のビジネスの結果が「状態2」で、利益はゼロである。ただし、図には示していない損益計算書では、減価償却費が5億ドル計上されている。減価償却費は実際にお金が出ていくわけではない。だからこの企業は、利益はゼロなのだが、5億ドルの現金を持てた。そのかわり、設備の金額(帳簿上の記載額)は減価償却と同じだけ少なくなり5億ドルになる。設備が現金に置き換わったということである。

さて、ではこの5億ドルをどう使うのか。図の「状態3」では、配当を選んでい

という、経営者である。

米国上場会社の経営者は、株価が上がらんと更迭される。年俸は、何千万ドルかである。日本円では数十億円。百億円を超える人もいる。平均的なサラリーマンの生涯年収の10人分くらいが1年で手に入る。この年俸を1年でも長く続けることは、人生の第一の目的になりやすいんじゃないかと思う。つまり、会社より自分の年俸である。

そして経営者は、年俸の多くを自社株でもらっている。株主のために株価を上げることが求められているので、報酬を株で支払うことによって、経営者に株価を上げていくインセンティブを与えるということである。結果として、経営者は「えげつなく」、株価を上げるための施策を採用する。つまり、経営者が自分の報酬を上げようとする行為は、株主の利害に一致する。だから株主からは批判・反対されない。その結果が債務超過なのである。

このままではあぶない

米国企業の債務は低金利を背景として膨張を続けている。IMF(国際通貨基金)はこれを危険な兆候と考えているようだ。金利が上昇に転じた場合、資金繰り破綻が起きることが心配である。借り入れで債務超過になっている企業はキャッシュが潤沢なので問題ないと表明しているが、リーマンのときも、あぶないと言った会社はなかった。歴史は繰り返すのだから。