

International Department Working Paper Series 03-J-6

90年代後半以降における米国企業の 投資活動とコーポレート・ガバナンス

山下 裕司、石崎 寛憲

yuuji.yamashita@boj.or.jp

日本銀行国際局

International Department

Bank of Japan

〒103-8660 日本橋郵便局 私書箱 30 号

本論文の内容や意見は執筆者個人のものであり、日本銀行あるいは国際局の見解を示すものではありません。

90年代後半以降における米国企業の投資活動と コーポレート・ガバナンス¹

2003年9月

山下 裕司²、石崎寛憲³

【 要 旨 】

1. はじめに
2. 90年代後半以降の株価動向と企業の投資活動の概観
 - (1) 株価の上昇と反転
 - (2) 企業の投資活動の積極化とその後の急減
3. 期待の強気化とIT革命
 - (1) IT革命を背景とする期待の強気化
 - (2) IT革命がもたらす生産性の上昇に対する事後的な評価
4. 企業会計上の問題が「期待の強気化」に与えた影響
 - (1) ストックオプション
 - (2) EBITDA
5. 企業会計上の問題がコーポレート・ガバナンスや市場規律に与えた影響
6. 米国企業のバランスシートの変化
 - (1) 積極的な投資活動が企業のバランスシートに与えた影響
 - (2) 企業年金と企業のバランスシート
 - (3) 米国企業のバランスシートに関する現状評価
7. 結びに代えて

¹ 本稿の作成にあたっては、外山晴之氏、森本喜和氏、大山慎介氏、谷本英行氏、大谷聡氏、鈴木直行氏、石田和彦氏（現日本経済研究センター）ほか、日本銀行のスタッフから有益なコメントを得た。また、分析に際しては、平田渉氏（日本銀行国際局）から、多大な協力を得た。記して感謝の意を表したい。ただし、本稿における、ありうべき誤りは筆者に属する。また、本稿で述べられている見解は筆者個人のものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

² 日本銀行国際局国際調査課。E-mail: yuuji.yamashita@boj.or.jp

³ 日本銀行人事局（現ジョージタウン大学）。

【要 旨】

- 1 . 90 年代後半から 2000 年にかけて、米国では、歴史的とも言える株価の上昇がみられた。また、この時期は同時に、企業による投資活動（設備投資、M&A 投資）が著しく積極化した時期でもあった。しかしながら、2000 年秋口に株価の基調が反転したのとほぼ時を同じくして、企業の投資活動も 90 年代後半の勢いを急速に失い、2 年余を経た現在まで、投資活動の回復が確認されるには至っていない。
- 2 . 当時の株価の上昇と投資ブームの主因として、企業収益の先行きについて著しく期待が強気化していたことが一般に指摘されている。例えば、中長期 EPS（一株当たり利益）の成長率期待をみると、85 年以降、10～12% 程度（年率）で安定していたが、96 年頃から急速に上昇し、2000 年夏場には 18% を超える水準に達していた。
- 3 . しかし、米国の生産性を事後的に検証した研究によれば、90 年代後半の TFP（全要素生産性）上昇率は、80 年代～90 年代前半の平均に比べて 1% ポイント上振れたに過ぎない。また、2001 年には、TFP 上昇率が再び 95 年以前の上昇率に復している。つまり、90 年代後半の生産性の向上に対する期待は、事後的にみれば過大なものであった。
- 4 . こうした期待の高まりには様々な要素が複合的に作用しているものと考えられるが、本稿では、とくに企業会計上のいくつかの問題が期待の強気化を助長してきたことを指摘したい。まず、ひとつには、ストックオプションの取扱いである。90 年代後半には、IT 関連企業などを中心に、ストックオプションで役員報酬を支払う企業が増えていた。ストックオプションは、企業経営者の利害と株主の利害を重ね合わせることで、株主利益の最大化を目指した企業経営を促す効果を持つ。しかし、米国の企業会計基準では、ストックオプションによる報酬支払について、費用として計上しない扱いが許容されている。したがって、企業収益の実績を評価するためには、報酬としてのストックオプションを発生主義に基づいて付与段階で費用計上すべきとの立場に立てば、ストックオプションによる報酬支払が費用計上を免れる分だけ、決算上の収益が嵩上げされていたことになる。こうしたみかけ上の好収益が、IT 投資による企業の生産性向上、ひいては企業収益見通しに対する楽観論を後押しした可能性が高い。

- 5．ふたつめの問題には、企業収益の評価方法がある。米国では、従来から、多くの企業が、当該企業自身が自社の企業収益額を表す指標として適切と考える基準（プロ・フォーマ基準）を設定し、これに基づき計算された収益額を開示してきた。当時広く用いられていたのは、企業収益を減価償却費などを差し引く前のベースで評価する EBITDA（利払前・税引前・償却前利益）という収益指標である。別の言い方をすれば、EBITDA は設備投資に係るコストである減価償却負担や債務に対する利払い負担を捨象するものである。この点が、設備投資に対する企業経営者の判断や株主からのチェックを甘くする方向で作用し、事後的にみれば過大な投資活動を加速させていた面があると考えられる。
- 6．なお、こうした企業会計上の問題は、過度の投資活動を助長したのみならず、より広い意味でのコーポレート・ガバナンスや市場の規律を弛緩させる一因となる方向で作用した。例えば、2001 年 10 月に発覚したエンロン事件に代表される不正経理も、90 年代後半に端を発しているが、これは当時、ストックオプションの普及によって、企業経営者が株価の上昇に過度に拘泥していたことや、企業会計上の有利な取扱いから好収益が常態化したことで、不正の隠蔽が見逃されやすい環境が作りだされていたことも、影響したものと考えられる。更に、当時は、監査人や証券アナリストも、コンサルティング業務や投資銀行業務の利害に影響されたこともあって、不正経理の発生防止に十分寄与できなかったとされている。
- 7．次に、90 年代後半から 2000 年にかけて行われた積極的な投資活動について、企業のバランスシートの変化という観点からみると、ここでも様々なメカニズムが複合的に働き、バランスシートの拡大をもたらしていたことがわかる。まず、IT 投資を中心とする設備投資の急増は、有形固定資産を拡大させた。また、当時、M&A 投資が IT 業種を筆頭に過去に例をみない程活発化したが、多くの案件において、被買収企業の純資産の時価を大きく上回る価格での買収が行われた結果、買収企業は多額の「のれん代」を計上した。この「のれん代」計上に伴うバランスシートの拡大の影響を米国企業全体でみると、設備投資がもたらしたバランスシートの拡大に匹敵するものとなっている。
- 8．さらに、企業のバランスシートに大きな影響を与えたもうひとつの要因として、この時期に、雇用者に対して手厚い企業年金の設定が相次いだことが挙

げられる。これは、大幅な生産性向上による高成長の持続を見込んで、成長の果実を雇用者に還元するスキームであった。しかし、実際には、そうした高成長は実現せず、株価の上昇基調も持続しなかった。このため、現在では、結果として裏付け資産に対して過剰な企業年金債務が取り残されたかたちとなっている。

9．もとより、投資が実施された当時企図されていたような企業収益増大が実現されていれば、投資に伴うバランスシートの拡大には問題はないといえるが、実際の企業収益の伸びは、当時の「期待」を大きく下回るものとなっている。このため、現在、総資産利益率（ROA）は過去最低水準にある。また、年金債務も含め、企業債務も大幅に積み上がった状態が続いている。このように発生した企業部門におけるバランスシートの調整圧力は、「負の遺産」として企業の投資活動に対してネガティブな影響を与え続けているものとみられる。

10．これまで示してきた米国の経験は、企業会計を含めたコーポレート・ガバナンスのあり方が、投資活動などを通じてマクロ経済にも多大な影響を与えるため、これらミクロ面での制度設計にあたっては、マクロ経済に与える影響をも視野に入れるべきことを示唆しているように思われる。実際米国では、こうした制度設計面での欠陥が行き過ぎた企業行動をもたらしたとの反省に立ち、エンロン社の不正経理表面化の直後から、コーポレート・ガバナンスの改善に向けた議論が活発に進められた。こうした中、2002年7月には早くも、監査人や証券アナリストのあり方の見直しや、企業の情報開示に対する経営者の責任強化などを謳ったサーベインズ・オクスレー法が制定された。また、2003年1月には、同法に基づき、EBITDAを開示する上でのルールも明確化された。こうした一連の改革には、企業の投資活動を過度に萎縮させているとの批判もみられており、その評価は後世の判断を待たなければならない面もあるが、円滑な経済活動の土台となるべき制度面での問題が表明化した場合における、同国の迅速な対応ぶりは、注目に値するものと思われる。

1. はじめに

米国の企業部門は、90年代後半以降、投資活動と、より広い意味での企業行動の両面において、非常に大きな変動を経験した。すなわち、90年代後半から2000年にかけての時期には、企業の投資活動が著しく積極化した一方で、不正経理などコーポレート・ガバナンス面での弛緩がみられた。しかしながら、それ以降は、投資活動が低迷に転ずるなか、不正経理問題の表面化を踏まえて、コーポレート・ガバナンス面での改善に向けた取り組みが行われている。

本稿は、米国企業が直面したこうした大きな変動のメカニズムについて考察することを目的とするものである。特に、90年代後半にみられた企業収益に関する著しい「期待の強気化」を助長した要因のひとつとして、企業会計上の問題を取り上げ、それが企業の投資活動やコーポレート・ガバナンスとどのような関係にあったのかという点に、焦点を当てる。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、次の第2章では、90年代後半以降の株価動向と企業の投資活動を、概観する。第3章では、株価上昇や投資活動の積極化がみられた背景を、「期待の強気化」に焦点を当てて考察する。具体的には、期待の強気化をもたらしたとされる「IT革命」が、どの程度の生産性上昇に繋がったかという点について、事後的な評価を行う。第4章では、ストックオプションとEBITDAを取り上げ、企業会計上の問題が、期待の強気化ひいては投資活動に与えた影響について分析する。第5章では、企業会計上の問題が、投資活動を超えて、より広い意味でのコーポレート・ガバナンスや市場規律に影響を与えた可能性について議論を行う。第6章では、積極的な投資活動や雇用者に対して手厚い企業年金の設定が、企業のバランスシートに対してどのような変化をもたらしたかを評価する。最後に第7章では、90年代後半以降における米国の経験と対応を踏まえた上で、企業会計を含めたコーポレート・ガバナンスに関するルールの設定のあり方について含意を示す。

2. 90年代後半以降の株価動向と企業の投資活動の概観

(1) 株価の上昇と反転

90年代後半から2000年にかけて、米国では、空前の株式ブームが起こった。すなわち、代表的な株価指数であるダウ、S&P500、NASDAQのいずれをみても、過去に例をみないほど急激な上昇がみられた（図表1）。

上記の3指数の中では、NASDAQの上昇幅が特に大きなものとなっているが、これは、同指数が、新興のIT（Information Technology＜情報通信＞）関連企業と通信サービス業を多く含んでいることに起因する。すなわち、この間の株価動向を業種別にみると、全般的に株価が上昇傾向を辿るなかでも、IT関連と通信サービス業の株価上昇テンポが突出して高い（図表2(1)、(2)）。90年代後半は、ITが、新たな需要掘り起こしに加え、産業全般の生産性向上をもたらすという、いわゆる「IT革命」が盛んに唱えられた時期であるが、この時期にIT生産者や、インターネットなどIT革命のためのインフラを提供し、これによって創出される需要の最大の享受者であると考えられた通信サービス業の株価が突出して高騰したという事実は、株式市場がIT革命を好感していたことの証左と言えよう。

しかしながら、こうした株価上昇は、2000年秋口を境に急速な下落基調に転じた。なかでも、かつて株価上昇を主導したIT関連の株価が顕著に下落した。

(2) 企業の投資活動の積極化とその後の急減

（設備投資）

金融面における90年代後半の象徴的な動きが株価上昇であるとすれば、実体経済面でのそれは、設備投資の急増である。95年から2000年初までにおける設備投資の拡大テンポは、年平均約10%にも及び、10年に及ぶ景気拡大の前半局面である90年代前半と比べても際立つ高さとなっている⁴。この時期の高成長は、設備投資の成長が牽引役となったという点において、個人消費の回復が主導してきた過去の拡大局面との比較においても、これまでにない特徴を有す

⁴ また、設備投資の拡大が9年の長きに亘って継続したことも、際立った特徴である。

るものであった(図表 3(1)、(2))。また、内容面では、コンピューターやソフトウェアに対する投資の伸びが極めて高かったというのも、大きな特徴である(図表 4)。

しかしながら、2000 年第 3 四半期まで増加を続けた設備投資も、株価の反転とほぼ軌を一にして減少へと転じ、現時点に至るまで、明確な回復基調が確認されない状況が続いている⁵。

(M&A 投資)

「将来の企業収益増大を狙った支出活動」という意味においては、M&A 投資も、設備投資と同様の性質を持っている⁶。事実、90 年代後半以降、設備投資同様、IT 革命によってもたらされた新しい産業分野と既存の産業分野の結合によって、大きなシナジー効果がもたらされるといった期待⁷から、M&A 投資も過去に例を見ないほどの拡大をみせており、その規模は、80 年代後半に見られた M&A ブームをはるかに凌駕するものであった(図表 5)。

しかしながら、こうした積極的な M&A 投資も、99 年にピークを迎えた後は急減しており、現在では、93~94 年頃の水準にまで減少している。

3. 期待の強気化と IT 革命

(1) IT 革命を背景とする期待の強気化

当時の株価上昇と投資ブームの主因として、IT 革命の効果がより大きなものとなることを見込み、企業収益の先行きについて著しく期待が強気化していたことが一般に指摘されている。別の言い方をすれば、IT 投資によって、生産性上昇率が向上し、企業収益の拡大が達成されるとの期待が広まっていた可能性

⁵ FRB バーナンキ理事は、2003 年 4 月の講演において、次のように述べている。「第二次大戦後の米国では、耐久財や住宅に対する家計支出の減速からリセッションに陥るという姿が典型であった。しかしながら、2001 年 3 月に始まったリセッションは、家計部門ではなく企業部門が中心であり、この点において稀な例と言える。計数的にみても、ここ数年における経済の減速のかなりの部分が、設備投資の減少によって説明できる。」

⁶ ただし、設備投資が新規の投資によって収益拡大を目指すものであるのに対し、M&A 投資は、既存の経営資源を合体させることによるシナジー効果によって収益拡大を目指すものである点は、異なる。

⁷ 従来型メディア産業とインターネットの融合として大きな注目を集めた、AOL-Time Warner 間の M&A が典型。

が高い⁸。この点を定量的に確認するために、アナリストによる中長期(3~5年)のEPS(Earnings Per Share<一株当たり利益>)成長率見通しをみると、85年以降、10~12%程度(年率)で安定していたが、96年頃から急速に上昇し、2000年夏場には18%を超える水準に達していたことが分かる(図表6)。

それでは、当時、IT革命を背景に、「どの程度の成長率向上」が、「どの程度の期間に亘って」達成されることが見込まれていたのであろうか。株式市場におけるPER(株価収益率)の推移をみると(図表7)95年に15倍程度で推移していたPERは、99年には30倍に達した。こうしたPERの上昇は、米国経済の成長率が、「恒久的に」、「2%ポイント」向上したと、株式市場が信じたことを意味している⁹(Greenspan【2002a】)。

(2) IT革命がもたらす生産性の上昇に対する事後的な評価

では、技術革新によってもたらされるTFP(全要素生産性)上昇率は、90年代後半以降、どのような推移を辿ったのであろうか。この点について実証を行った加藤【2003】は、以下のような結論を得ている(図表8)。

90年代後半のTFP上昇率は、80年代~90年代前半の平均に比べて1%ポイント上振れたに過ぎない。

また、2001年には、TFP上昇率が再び95年以前の上昇率に復している。

無論、TFP上昇率の計測は技術的な困難さを伴うものであるため、こうした分析はある程度幅をもってみる必要はある。しかしながら、それにしても「恒久的な2%ポイントの経済成長率の向上」は事後的にみて正当化が困難であり¹⁰、

⁸ 具体的な投資内容としては、本業の設備がIT関連財である通信サービス業における投資や、投資を通じた新たなビジネスモデルの開拓(ドットコム産業の台頭)、IT財価格の低下に着目した資本による労働代替(経理事業のパソコンへの移行等)などが挙げられる。

⁹ シンプルな配当成長モデルを想定すると、「株価=当期の配当/(割引率-期待成長率)」との関係式が成り立つが、配当性向を60%とすると、配当=企業収益×0.6であるから、期待成長率=割引率-0.6×(1/PER)となり、期待成長率の増分=0.6×(1/15-1/30)=0.02、が導かれる(こうした見方は、Greenspan【2002a】に基づく)。もっとも、ここでは、「配当成長モデル」を用いて議論を進めたが、一般的には、株価は配当の多寡には関係しないという考え方から、「利益成長モデル」が使用されることが多い。当該モデルを使用した場合には、本文で示した式から配当性向に係る数値(0.6)が省かれるので、PERの15倍から30倍への上昇は、3.3%の恒久的な経済成長率の向上が期待されていたという解釈になる(なお、以上の議論では、長期で見れば、労働分配率および利益率は一定との前提を置いている)。

¹⁰ このほか、米議会予算局によるTFP(年平均)の推計においても、1982~1990年の1.0%、1991年~1995年の1.1%に対して、1996~2002年平均は1.4%だったとの結果が得られている。

当時、IT 革命に起因する生産性の向上に対する期待は、事後的にみれば過大なものであり、それを反映して形成された株価も、バブル的色彩が強かったものと評価できよう。

4 . 企業会計上の問題が「期待の強硬化」に与えた影響

これまで示してきたように、90 年代後半から 2000 年にかけて、IT 革命が米国企業の実績ひいては企業収益に与える効果について、過大な期待の強硬化が発生していた点は否定し難い。しかしながら、多くのバブル現象と同様、当時の極端なまでの期待の強硬化については、IT 革命の効果に対する見通しの誤りだけが原因ではなく、様々な要素が複合的に作用し、これを増幅したものと考えられる。本稿では、そうした様々な要素のうち、とくに企業会計上のいくつかの問題が期待の強硬化を助長したことを指摘したい。企業会計の問題に着目すべき理由は、当時における実勢の企業収益の推移と、期待の強硬化の間に、非整合的な面があり、会計上の問題がその間に介在していたのではないかとの疑念が残るためである。すなわち、米国企業全体の実勢の企業収益動向を把握するのに適した NIPA¹¹統計を用いて、90 年以降の企業収益を振り返ると、97 年以降は伸び悩んで推移しているのが実情であるが(図表 9) こうした事実は、97 年から 2000 年にかけての時期に期待の強硬化が最も急速に進んだことからすると、平仄がとれていない。そこで以下では、ストックオプションと、EBITDA (利払前・税引前・償却前利益) の 2 点を検討の対象とし、これらが企業収益に関して誤った認識を企業経営者や投資家に与えたのではないかとの仮説を設定した上で、同仮説の妥当性について、分析を行う。

(1) ストックオプション

ストックオプションは、伝統的な現金報酬に代えて、自社株の購入権を経営者ないし雇用者に対して付与する報酬体系のことであり、労働インセンティブを高めるものとして、90 年代以降米国社会において急速に拡大した。ストックオプション保有者数は、99 年には 1,000 万人に達したと推定されており(図表 10(1)) 今や一般的にみられる報酬体系として、米国社会に根付いていると言え

¹¹ National Income Production Accounts。米国における GDP 統計の体系。

よう。

ストックオプションの会計上の捉え方を巡っては、同制度が報酬体系の一環として用いられている以上、報酬費用をいつ、どれだけの額を計上すべきかという点については議論があるとはいえ、あくまで「費用」として認識すべきという考え方が有力となっている（IASB【2002】、Merton et al【2002】）。この点について詳しくみると、現行の米国の企業会計基準は、ストックオプションの報酬としての価値は、付与時点におけるオプションプレミアムであると捉えるべきとの考え方に基づいている¹²（金融派生商品アプローチ）。ただし、報酬額の算定に当たっては、付与時におけるストックオプションのオプション価値を、ブラックショールズモデルなどを用いて公正価値評価した上で、当該公正価値評価額を報酬として費用認識する方法（SFAS123号）を原則としつつも、代替的手法として、付与時におけるオプションの本源的価値（付与時株価 - 行使価格）のみを費用認識する方法（APB¹³25号）も認められている。現実には、一部の例外を除いて米国企業はの方法を用いているが、これは、本源的価値のみを計上するの方法の場合、行使価格を付与時の株価と同等またはそれ以上の水準に設定する¹⁴ことにより、ストックオプションの費用計上をごく簡単に免れることが可能となるためである¹⁵。従って、大部分の企業の損益計算書では、ストックオプションは費用認識が全くなされていないのが実情である。

一方、NIPA 統計では、「株価の上昇は、従業員の労働サービスの成果を反映したもの」との立場から、ストックオプションの付与時点以降における価値の変動を、雇用者報酬として認識する扱いとなっている（雇用者報酬アプローチ）。具体的には、ストックオプションの行使日における株価と行使価格の差額を、ストックオプション保有者に対する報酬として認識する¹⁶。

¹² 一方、付与時点以降のストックオプション価値の変化は、雇用者報酬としては認識しない。

¹³ Accounting Principles Board.

¹⁴ 株価が急ピッチで上昇を迎るとの予想の下では、行使価格を付与時の株価以上の水準で設定しても、付与される役職員にとって、当該ストックオプションは、十分に魅力的な報酬となる。

¹⁵ 米国企業財務会計審議会（FASB）は、95年当時、で基準を統一することを試みたが、ストックオプションの利用率の高いIT業界の猛反対により、実現できなかった経緯がある（東京三菱銀行調査室【2002】）。

¹⁶ 厳密な意味での雇用者報酬アプローチは、付与時点におけるオプション価値を費用認識した上で、さらに、その後のオプション価値上昇分も費用認識するものである。現行の米国NIPA統計では、実際にストックオプションが行使されるまで費用認識はなされないが、ここでは、付与後の価値上昇分を費用認識す

金融派生商品アプローチと、雇用者報酬アプローチのどちらがより適切な考え方かという点については、企業会計、NIPA 統計の双方において、未だコンセンサスは得られていない。しかしながら、ストックオプションが雇用者報酬の一環として利用されている現実に鑑み、何らかのかたちで費用計上すべきという点については、米国の企業会計基準や NIPA 基準、あるいは国際会計基準の設定主体の間で考え方に大きな相違はない¹⁷。事実、米国の会計基準設定主体（FASB¹⁸）は、付与時点におけるストックオプションの公正価値を算定した上で費用計上するという SFAS123 号は、費用計上を簡単に免れ得る APB25 号よりも望ましい基準であることを、明らかにしている。

<ストックオプションに関する費用認識基準の整理>

	SFAS123 号	APB25 号	NIPA 基準
報酬費用の測定時期	付与日	付与日	行使日
報酬費用の測定方法	オプションの公正価値（Fair Value）、オプションプライスマデルにより算出。	オプションの本源的価値（Intrinsic Value）、付与時株価 - 行使価格で算出。	行使時株価 - 行使価格にて計算。

ストックオプションの費用不計上を認める APB25 号の許容が企業収益に与えた影響を、ダウ工業株 30 社あるいはナスダック 100 社ベースでみると（図表 11）、IT 関連企業を中心として、企業収益が表面上大きく嵩上げされてきたことが分かる。従って、投資家は、各企業の損益計算書から得られる情報を基に、「企業収益は増加基調で推移している」と認識していたものと考えられる¹⁹。

米国企業全体に関する状況は、NIPA 統計における企業収益の年次改訂状況を見ることによって、把握できる²⁰（図表 12）。すなわち、「改訂前」の企業収益

る点に着目し、便宜上、雇用者報酬アプローチに含まれるものとして分類した。

¹⁷ 詳細な議論については、宇都宮・萩野・長野【2002】、IASB【2002】を参照。

¹⁸ Financial Accounting Standards Board。

¹⁹ なお、ストックオプションが企業収益に与える影響については、現行の会計基準上損益計算書上には現れないものの、関連情報が注記情報として開示されているため、株価形成が損益計算書上の利益情報に影響を受けることはないのではないかとの見方がある。この点については、株価形成における投資家の合理性に関する評価が重要なポイントとなるが、最新の行動ファイナンス分野の研究によれば、人間の記憶・知識・判断などには一定の限界がある（限定合理性）ため、投資家は損益計算書上の情報（営業利益、一株当たり利益等）に焦点を当てながら情報を認識する結果、注記情報などは正しく認識できないという考え方が有力になりつつある（松村【2003】）。

²⁰ 速報段階の企業収益計数を策定する上で、商務省経済分析局（Bureau of Economic Analysis <BEA>）は、各企業が公表した四半期決算のデータを利用するが、ストックオプションの影響はそうした決算情報

は、「改訂後」の企業収益と異なり、2000年第3四半期に至るまで順調な増加を続けていた。「改訂前」の企業収益は、ストックオプションに係る費用計上が行われていないという意味において、大部分の企業が用いている APB25 号と同様のベースである^{21,22}。

このように、ストックオプションにかかる費用を織り込んだ実勢では、企業収益は伸び悩んでいたにもかかわらず、表面上の企業収益が好調に推移したことが、当時 IT 革命を背景に存在していた楽観論を助長し、期待の強気化やひいては投資活動の積極化を招来した可能性は高い²³。

この点について FRB グラムリック理事は、「我々は、今となっては、誤った企業会計上の慣習がバブル的な株価形成を助長したかもしれないという現実気づいている」(Gramlich【2002】)との見解を示している。企業会計上の問題によって表面上の企業収益が特に大きく嵩上げされていた IT 関連や通信サービス業の株価上昇率が、突出して高かった事実は、同理事が示した認識の正しさを裏打ちするものである(前掲図表 2)。

上は全く認識されていないため、企業収益の計数に、ストックオプションの影響を盛り込むことができない。一方、企業が税務当局に提出する申告書(Tax Return)においては、ストックオプションの行使がなされた時点で費用計上が行われるため、こうした情報が利用可能になる年次改訂(毎年7月に過去3年分の GDP 関連計数が遡及改訂される)の段階で、BEA は、ストックオプションの影響を織り込んだ改定値を公表する。従って、改訂前と改訂後の計数を比較することによって、ストックオプションが企業収益に与えた影響を把握することが可能となる(改訂がなされる理由はストックオプションに限定されないが、BEA は、近年では、ストックオプションの影響が大きい点を、明らかにしている)。なお、米国では、Tax Return 上でも行使時の費用認識がなされないタイプのストックオプションが存在するが、この点を考慮すれば、実勢の企業収益は、「改訂後」の計数よりもさらに低いものである可能性がある。

²¹ なお、「改訂後」の計数は、前述のとおり「雇用人報酬アプローチ」に基づいたものであるが、企業会計が立脚する「金融派生商品アプローチ」との間では、費用の計上時期が異なるといった差異が存在する。従って、NIPA 統計上の企業収益の「改訂前」と「改訂後」の比較は、厳密には、SFAS123 号に基づいた企業収益と APB25 号に基づいた企業収益の比較とは、異なる。しかしながら、NIPA 統計において、「改訂前」と「改訂後」の企業収益に大きな差が存在することは、ストックオプションに係る費用認識上の問題が、一部企業のみならず、米国企業全体でみた企業収益に多大な影響を与えていたことを意味するとの議論に、異同を与えるものではない。

²² なお、NIPA 統計上の企業収益(Corporate Profit for Current Production)は、ストックオプションの費用認識に係る差異を除けば、概ね米国企業会計基準上の継続事業利益(Income from Continuing Operations)に近い。

²³ もっとも、一部の IT 関連企業(Amazon.com 等)では、表面上の企業収益が赤字を継続しているにもかかわらず、株価は高騰を続けるという事例がみられた。こうした事例は、純粋に、IT 革命に対する楽観論からもたらされた株価高騰といえよう。

(2) EBITDA

企業会計に係るもうひとつの問題として、企業収益の評価方法がある²⁴。米国では、従来から、多くの企業が、当該企業自身が自社の企業収益額を表す指標として適切と考える基準（プロ・フォーマ基準）を設定し、これに基づき計算された収益額を開示してきた。当時広く用いられていたのは、企業収益を減価償却費などを差し引く前のベースで評価する EBITDA（Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization < 利払前・税引前・償却前利益 >）という収益指標である。EBITDA は、「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準²⁵」に含まれる概念ではないが、企業のいわば生の収益力を把握するためのものとして編み出されたものである。また、クロスボーダー取引や業種を跨いだ M&A が広がりを見せる中で、減価償却方法の選択や税制の差違等によって収益額の相違が発生する純利益の欠点を補うという意味合いもあった。

しかしながら、現実には EBITDA は、この時期には、以下のように IT 投資の特性に結び付けて論じられることが多かったとされる。

「伝統的な企業収益概念である純利益は、設備投資を実施すると、減価償却費が嵩むため減少する。こうした傾向は、償却期間の短い IT 投資の場合には、特に顕著となる。しかしながら、こうした設備投資は、長期的にみれば、生産性の上昇に寄与して必ず企業収益を増大させるのであるから、減価償却負担増大による足下の企業収益悪化は、割り引いて捉える必要がある。従って、減価償却費用を足し戻す EBITDA を用いて企業収益を評価することが適切である」

²⁶。

事実、設備投資に伴う減価償却負担が増加する中で、EBITDA は他の利益指標（Operating Income、純利益）に比べて速いテンポで上昇していた²⁷（図表

²⁴ 厳密には、ここで述べる EBITDA は、「財務諸表を通じて提供される情報」ではないため、「企業会計上の問題」というよりは、より広い意味での「ディスクロージャー制度上の問題」として捉えるべきものである。しかしながら、ここでは、企業が提供する情報提供という機能に着目して、EBITDA を「企業会計」の一環として捉えた。

²⁵ GAAP（Generally Accepted Accounting Principles）。

²⁶ 証券会社のホームページより抜粋。

²⁷ S&P ベースの企業収益で見ると、96 年初から 2000 年にかけて、Operating Income の増加が 1.5 倍程度に止まったのに対し、EBITDA は約 2 倍に増大した。

上記に示した論理は、「設備投資（特に IT 投資）は必ず企業収益を増大させる」との見方が前提になっており、その根源は、やはり IT 革命に対する行き過ぎた楽観論に求められる。しかしながら、こうした楽観論から、減価償却負担や債務に対する利払い負担を捨象する収益指標の利用が一旦正当化され、投資判断において EBITDA に過度に依存する体質が強まると²⁸、これが設備投資に対する企業経営者の判断や株主からのチェックを更に甘くする方向で作用し、事後的に見れば過大な投資活動を加速させていた面があると考えられる。

5. 企業会計上の問題がコーポレート・ガバナンスや市場規律に与えた影響

これまでは、企業の投資活動に焦点を絞って、企業会計上の問題がどのような影響を与えてきたかについて、分析を行った。しかしながら、企業会計は、企業を取り巻く様々な制度的枠組みの中でも重要な役割を占めるものであるだけに、こうした問題は、より広い意味での企業行動全般に影響を及ぼしてきた可能性がある。

ここで改めてバブル期以降の企業行動を振り返ると、バブル期に投資活動が積極化したことのほかに、バブル期やその崩壊過程においては、2001年10月に発覚したエンロン事件に代表されるような、企業収益を取り繕うことを目的とした不正経理に手を染める企業が発生するなど、より広い意味でのコーポレート・ガバナンスや市場規律の弛緩がみられたことが特徴として浮かび上がる。

こうした問題が発生した原因を特定することは容易ではないが、ひとつには、ストックオプションの普及によって、企業経営者が株価の上昇に過度に拘泥する傾向が強まっていた点が挙げられよう²⁹。すなわち、90年代後半にストックオプション利用の広範化が進んだことは先にみたとおりであるが、その中でも、経営者に対しては、大半の企業がストックオプションを付与している（図表

²⁸ 企業会計的な考え方立てば、設備投資に係るコストは、あくまで一定のルール（減価償却）に基づいて、耐用年数に亘って費用計上することが原則である（設備投資がもたらす便益は、当該便益が顕現化した際に、売上の増大や報酬費用の減少として、認識される筋合い）。

²⁹ なお、こうした株価を重視する経営姿勢は、確定拠出型年金のリターン向上などを通じて、雇用者からも支持を受けていた面がある。

10(2))。しかも、経営者の報酬に占めるストックオプションなど株式関連報酬の割合は、従来型の現金報酬を大きく凌駕するに至っている(図表 10(3))。前述のとおり、ストックオプションは、株式市場によるインセンティブ・メカニズムを通じた企業経営の効率化を狙ったものである。しかしながら、当時、実勢の企業業績からは正当化が困難なほど株価が上昇し、バブル的風潮が強まるなかでストックオプションの普及が進んだことは、株価の維持・上昇に過度に拘泥し、本来的な意味での企業業績向上を超えた手段を用いてでも、好決算を達成しようとするインセンティブを企業経営者にもたらした可能性が強い。また、前述のとおり、バブル期には、EBITDA の流行も含め、企業経営者や投資家が表面上認識する企業収益に関していえば、好収益が常態化していたが、こうした状況が、市場規律の弛緩を通じて不正の隠蔽が見逃されやすい環境を醸成し、ひいては不正経理の横行を招いたものとみられる。

ここで、ストックオプションの急速な普及、および表面上の好収益は、相互に増殖作用を及ぼし合う関係になっていたとすることができる。すなわち、決算上の企業収益を嵩上げできるという有利さがストックオプションの普及を助長し、その結果として、企業経営者が株価の上昇に過度に拘泥するという体質が強まり、より一段の好収益を求めて、ストックオプションの普及が更に進むという、いわば自己実現的なプロセスを、企業会計基準上の欠陥が後押しした可能性が否定し難い。

更に、当時は、企業経営者の行動をチェックする役割を担う監査人や、実態に即した株価形成に向けて、企業業績を正確に評価・報告すべき証券アナリストも、不正経理の防止に十分寄与できなかったとされている。具体的には、エンロン事件に典型的にみられるように、監査法人が企業経営者の不正経理に荷担したとされるケースが存在した。また、証券アナリストについても、そのレポートには明確な「買い推奨」バイアスが存在したとされている。こうした問題の背景には、バブル的風潮が監査人や証券アナリストの規律を弛緩させる方向で作用したという面もさることながら、監査法人が監査業務の他にコンサルティング業務を兼業していたこと³⁰、投資銀行において投資銀行部門とリサーチ

³⁰ エンロン社の監査法人であったアンダーセンは、2000年にエンロンから監査報酬 2,500 万ドルを受領したが、コンサルティング等他の業務からは、2,700 万ドルを受領していたとされる。

部門間の分離がなされていなかったことなど、コーポレート・ガバナンス上の問題が存在していた。

6．米国企業のバランスシートの変化

(1) 積極的な投資活動が企業のバランスシートに与えた影響

次に、90年代後半から2000年にかけて行われた積極的な投資活動が、企業のバランスシートの変化に与えた影響をみると、ここでも様々なメカニズムが複合的に働き、バランスシートの拡大をもたらしていたことがわかる。まず、IT投資を中心とする設備投資の急増は、有形固定資産を拡大させた。また、当時、M&A投資がIT業種を筆頭に過去に例をみない程活発化したが、多くの案件において、被買収企業の純資産の時価を大きく上回る価格での買収が行われた結果、買収企業は多額の「のれん代」を計上した。多くの企業が、解散価値を大きく上回る対価を支払ってM&Aに踏み切った背景としては、IT革命に対する楽観論が広まる中、IT関連業種を含むM&Aの実施が、従来のM&Aではみられなかった程の大きなシナジー効果を生むとの期待が強まっていた点が挙げられる。こうした「のれん代」計上に伴うバランスシートの拡大の影響を米国企業全体でみると、設備投資がもたらしたバランスシートの拡大に匹敵するものとなっている（図表14）。

(2) 企業年金と企業のバランスシート

最近、米国の企業年金の財政状況が悪化しているが、その背景としても、成長期待の強気化が絡んでいる。米国では、90年代後半に労働需給が逼迫した際、雇用者に対して手厚い企業年金の設定が相次いだ。これは、大幅な生産性向上による高成長の持続を見込んで、成長の果実を雇用者に還元するスキームであった。すなわち、株価の継続的な上昇を見込んだ上で、こうした年金資産運用の高パフォーマンスを前提に、雇用者にとって手厚い将来給付を約束するようなかたちでの企業年金の設定が増加した。しかしながら、確定給付型年金の場合には、株価下落に伴う年金資産の運用利回りの悪化などのリスクを企業側が負うことから、足下、企業の負担が一段と増大している。具体的には、株価の低迷などから企業年金債務に対する裏付け資産の不足が深刻化する中で、過

剰な企業年金債務が取り残されたかたちとなっている。ここで、年金財政の悪化は、予期できなかった問題が発生したというよりも、90年代後半にみられた高い運用実績を前提とした期待運用利回りや、期待の強気化を背景とした年金受給権者にとって有利な将来給付額の設定など、制度設計自体に問題の根源があり、「バブル期の企業行動がもたらした負の遺産」という面が強い。現段階では、ネット年金債務額³¹は、本業の収益である Operating Income の3割程度に止まっている³²と推計され、米国企業全体でみた影響は然程大きくない。しかしながら、2003年第1四半期以降は、確定給付型年金に対する追加拠出の増加から、製造業を中心に、企業が支払う福利厚生費の伸びが大幅に高まったこと³³、

自動車など特定のセクターについては、自己資本の毀損から、年金問題に起因する格下げや、企業年金に対する追加拠出のための資金手当てを目的とする社債発行を余儀なくされた例も散見されることなど、年金財政悪化の影響は既に表面化しつつある。更に、先行きについても、足下、年金資産期待運用利回りは8%台後半に設定されているが、その水準は90年代後半から然程低下しておらず、現下の運用環境の厳しさを考慮すると、こうした設定は楽観的過ぎる可能性が高いこと、歴史的にみれば低い金利水準が長期化するなか、今後とも年金債務割引率低下に伴う年金債務の拡大が予想されること³⁴から、企業年金問題は今後更に厳しさを増し、米国企業のバランスシート上の大きな重石となる可能性が高い(図表15)。

(3) 米国企業のバランスシートに関する現状評価

企業による投資活動は、設備投資であれ M&A 投資であれ、企業収益の増大を目的として行われるものである。従って、90年代後半から2000年に行われた積極的な投資活動も、投資が実施された当時企図されていた企業収益の増大

³¹ 米国の企業会計基準では、年金債務から年金資産を控除したネット年金債務が、企業本体のバランスシートに連結される。従って、株価下落などに伴う年金資産の減少は、企業のバランスシートにおいて、債務増加として現れる。

³² S&P500 社ベース。

³³ 民間部門福利厚生費の前年比伸び率：2002年第4四半期4.7% 2003年第1四半期6.1% 同第2四半期6.1%(うち製造業：2002年第4四半期5.2% 2003年第1四半期7.4% 同第2四半期7.6%)。出典：Employment Cost Index (July 2003)

³⁴ 年金債務は、年金受給者に対して将来支払われる年金額の割引現在価値として評価されるため、割引率(通常は社債金利<AAA格>の過去5年程度の平均値が利用される)の低下に伴って、債務額が膨らむことになる。

が実現されていれば、投資に伴うバランスシートの拡大には問題がないといえる。しかしながら、現実には、企業収益の伸びは、当時の期待を大きく下回るものとなっている。これは、当時行われた設備投資、M&A投資³⁵が、期待された程の企業収益増大をもたらさなかったことを意味している³⁶。このため、現在、米国企業の総資産利益率（ROA³⁷）は、過去最低の水準で推移している。また、企業年金債務も含め、企業債務も大幅に積み上がった状態が続いている（図表16）。こうした状況は、米国の企業部門に、バランスシートの調整圧力を高めている。事実、米国企業は現在、過大なM&A投資によって積み上がった「のれん代」の減損を余儀なくされており（図表17）³⁸、こうした「負の遺産」の処理に伴う損失が大規模に発生している結果、足下の純利益は、90年代後半を大幅に下回る水準で推移している。特に、通信サービス業については、2001年以降、純利益が概ね赤字圏内で推移しており、調整圧力は非常に大きいものとなっている（前掲図表12）。また、企業のバランスシートの健全性や収益力を端的に集約していると考えられる企業格付の動向をみると、2001年におけるリセッションを経た2002年以降に至っても、格下げが格上げを大幅に上回る事態が続いている（図表18）。こうした現状をみれば、「のれん代」の減損処理などを通じたバランスシートの健全化に向けた動きも進んではいるものの、バブル期の投資活動がもたらした負の遺産は、今しばらくは、企業の新たな投資活動に対する重石として残存する公算が大きいといえる³⁹。

³⁵ 日本貿易振興会【2002】が、「M&Aは成功したか？」という問題意識の下に実施したアンケート調査（対象：米国企業81社）の結果によれば、M&A実施時における目標対比でみて、シナジー効果は44%、コスト削減は36%しか達成されていない。

³⁶ バブル期に大規模な投資が行われた事実と、それが事後的には企業収益の増加に結びついていないという事実を整合的に説明するために、「リアル・オプション」理論を用いるという考え方もある。この理論によれば、たとえ目先の投資案件から見込まれる割引現在価値が負であっても、目先の案件への投資実施があとに続く案件への投資に対する前提条件になっているような場合には、目先の投資案件にコール・オプションとしての価値が存在するため、当該案件に投資することが合理的な行動となる。実際、「The winner takes all」的な色彩の強かった通信サービス業などにおいては、企業が、目先の収益性の低い案件に対する投資を敢えて実施したことが、結果として企業収益力の低下に繋がった可能性も否定できない。

³⁷ Corporate Profits for Current Production ÷ Total Asset.

³⁸ 従来、のれん代については時間をかけて償却する扱いであったが、会計基準の変更に伴い、のれん代の推計公正価値が簿価を下回る場合には、当該会計年度において減損処理が行われる扱いとなった。

³⁹ IMF【2003】では、負債比率の高さが設備投資にネガティブな影響を与えることが、実証的に示されている。

7．結びに代えて

本稿では、90年代後半から2000年にかけてのバブル期の米国において、企業会計を含めたコーポレート・ガバナンス上の問題が、投資活動など企業行動に影響を及ぼしてきたことを概観した。こうした米国の経験は、企業会計などミクロ面での制度設計にあたっては、マクロ経済に与える影響をも視野に入れるべきことを示唆しているように思われる。実際米国では、こうした制度設計面での欠陥が行き過ぎた企業行動をもたらしたとの反省に立ち、エンロン社の不正経理表面化の直後から、コーポレート・ガバナンスの改善に向けた議論が活発に進められた。こうした中、2002年7月には早くも、監査人や証券アナリストのあり方の見直しや、企業の情報開示に対する経営者の責任強化などを謳ったサーベインズ・オクスレー法が制定された。また、2003年1月には、同法に基づき、EBITDAを開示する上でのルールも明確化された⁴⁰。こうした一連の改革には、企業の投資活動を過度に萎縮させているとの批判もみられており、その評価は後世の判断を待たなければならない面もある⁴¹が、円滑な経済活動の土台となるべき制度面での問題が表明化した場合における、同国の迅速な対応ぶりは、注目に値するものと思われる。

以　上

⁴⁰ EBITDAを開示する際には、GAAP上の利益指標である純利益との対応関係や算出過程とともに開示しなければならないとされた。

⁴¹ SECのドナルドソン議長は、2003年7月の講演の中で、「企業経営者が、サーベインズ・オクスレー法を言い訳にして、技術革新や投資を先送りすることがないように希望している」と述べている。

【参考文献】

有泉池秋・山岸徹久、「米国におけるストック・オプションについて」、日本銀行調査月報、1998年12月号

宇都宮浄人・萩野覚・長野哲平、「退職給付、ストック・オプションの社会会計～所得の発生と価値の変化をどのように考えるか～」、日本銀行金融研究所、金融研究、2002年3月号

翁邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、日本銀行金融研究所ディスカッションペーパーシリーズ、2000年5月

加藤涼、「近年の米国における技術進歩率の計測」、日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ、2003年3月

北村行伸、「コンセプチュアライゼーションが経済に与える影響のメカニズムに関する展望～経済史および経済学からの論点整理～」、日本銀行金融研究所、金融研究、1997年12月号

齋藤克仁、「情報化関連投資を背景とした米国での生産性上昇」、日本銀行調査月報、2000年2月

中田直茂、「エンロン破綻と企業統治・ディスクロージャーをめぐる議論」、商事法務、2002年5月

東京三菱銀行調査室、「米国経済の真実～成長のダイナミズムは健在か～」、東洋経済新報社

永幡崇・関根敏隆、「設備投資、金融政策、資産価格～個別企業データを用いた実証分析～」、日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ、2002年5月

日本銀行調査統計局、「構造調整下の設備投資回復について」、日本銀行調査月報、1997年2月

日本貿易振興会、「2002年版ジェトロ投資白書～伸びが鈍化した世界の直接投資～」、2001年12月

東伸之・松古樹美、「ストックオプション～米国における利用の実態と我が国への示唆～」、野村證券金融研究所、「財界観測」、1997年8月号

松村尚彦、「投資家の行動バイアスと市場のミスプライシング」、証券アナリストジャーナル、2003年2月号

森本喜和、「世界的なIT産業の変調の背景と先行きの見通し」、日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ、2001年11月

吉川満、「ストック・オプションの費用計上を巡る会計問題」、証券アナリストジャーナル、2002年9月号

DLG ディレクト SFG 証券、「米国株式投資の基礎知識講座第22回」
<http://www.dljdirect-sfg.co.jp>

Asquith and Mullins, “Equity issues and Offering Dilution,” Journal of Financial Economics, 1986

Bernanke, B.S., “Remarks by Governor Ben S. Bernanke—Balance Sheets and Recovery,” FRB, February 2003

Bernanke, B.S., “Will Business Investment Bounce Back?,” FRB, April 2003

Bond, S.R. and Cummins, J. G., “The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions,”

Bureau of Economic Analysis, “Note on Profitability of Domestic Nonfinancial Corporations, 1960-2000,” Survey of Current Business, September 2001

, “Note on Profitability of Domestic Nonfinancial Corporations, 1960-2001,” Survey of Current Business, September 2002

, “Annual Revision of the National Income and Product Accounts,” Survey of Current Business, August 2000, 2001 and 2002

Donaldson, C.W., “Speech by SEC Chairman: Remarks to the National Press Club,” July 2003

Congressional Budget Office, “The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2004-2013,” January 2003

Gorain, S.M. and Thompson, J., “Profit Expectations and investment,” Bank of England, Quarterly Bulletin Winter 2002

Gramlich, E.M., “Remarks by Governor Edward M. Gramlich,” FRB, January 2003

Greenspan, A., “Testimony of Chairman Alan Greenspan,” FRB, July 1999

Greenspan, A., “Remarks by Chairman Alan Greenspan,” FRB, August 2002a

Greenspan, A., “Remarks by Chairman Alan Greenspan,” FRB, October 2002b

Grinblatt, M. and Titman, S., “Financial Markets and Corporate Strategy,” McGraw-Hill International Editions

Holmstorm, B and Kaplan, S.N., “Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s,” NBER Working Paper No. 8220, April 2001

International Accounting Standards Board, "Exposure Draft: Share-based payment," IASB, November 2002

IMF, "World Economic Outlook," April 2003

Linn, S.C and Switzer, J.A., "Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?," Journal of Banking&Finance, 2001

Merton, R.C., Bobie, A. and Kaplan, R.S., "For the Last Time: Stock Options Are an Expense," Harvard Business Review, June 2003

Nordhaus,W.D., "The Recent Recession, the Current Recovery,, and Stock Prices," Brookings Papers on Economic Activity, 1:2002

Pearl Meyer & partners, "2001 Equity Stake, Study of Management Equity Participation in The Top 200 Corporations"

, "2001 Director Compensation, Boards in the Spotlight, Study of the Top 200 Corporations"

Petrick K.A., "Comparing NIPA Profits with S&P 500 Profits," Survey of Current Business, April 2001

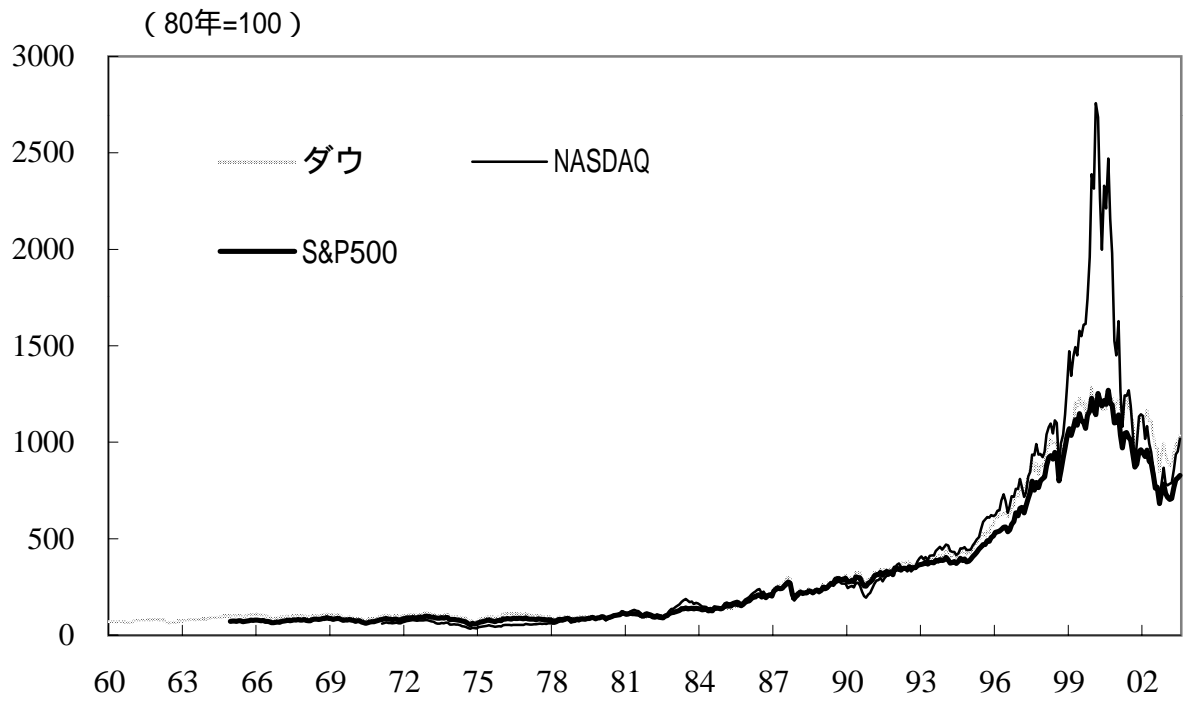
Sekine, T., "Firm Investment and Balance-Sheet Problems in Japan," IMF Working Paper, August 1999

Telvin, S. and Whelan, K., "Explaining the Investment Boom in the 1990s," FRB, March 2000

U.S. Securities and Exchange Commission, "Final Rule: Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures," 2003

(図表 1)

米国の株価



(直近は2003年7月)

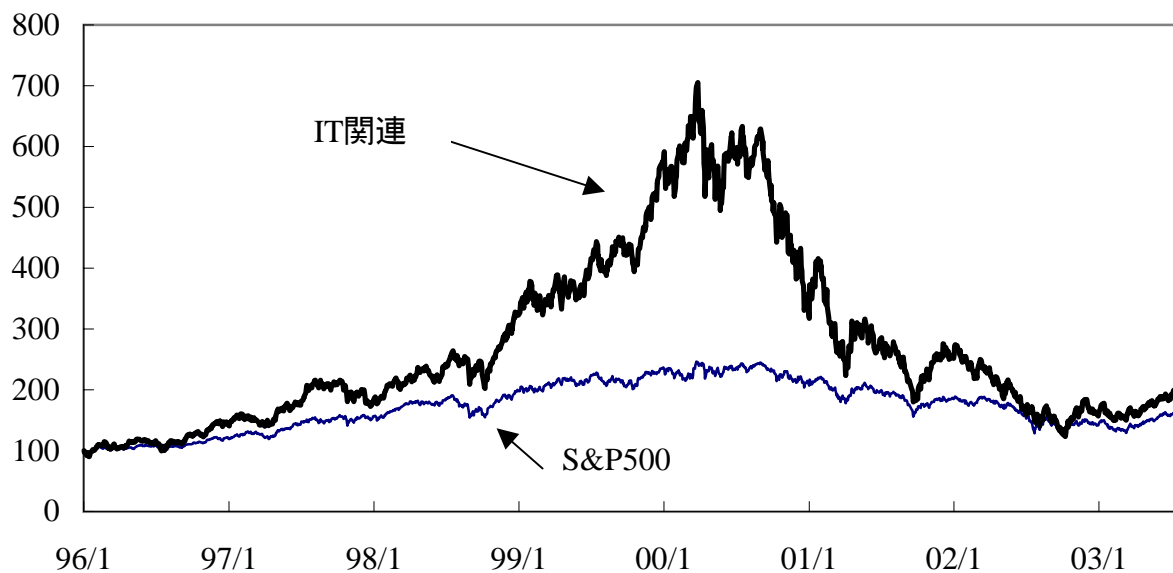
(注) 各株価指数とも80年平均を100とした。

(出所) Datastream

(図表 2)

IT関連株価

(1) S & P500におけるIT関連銘柄株価指数



(直近は2003年7月31日)

(2) NASDAQにおけるIT関連銘柄株価指数



(直近は2003年7月31日)

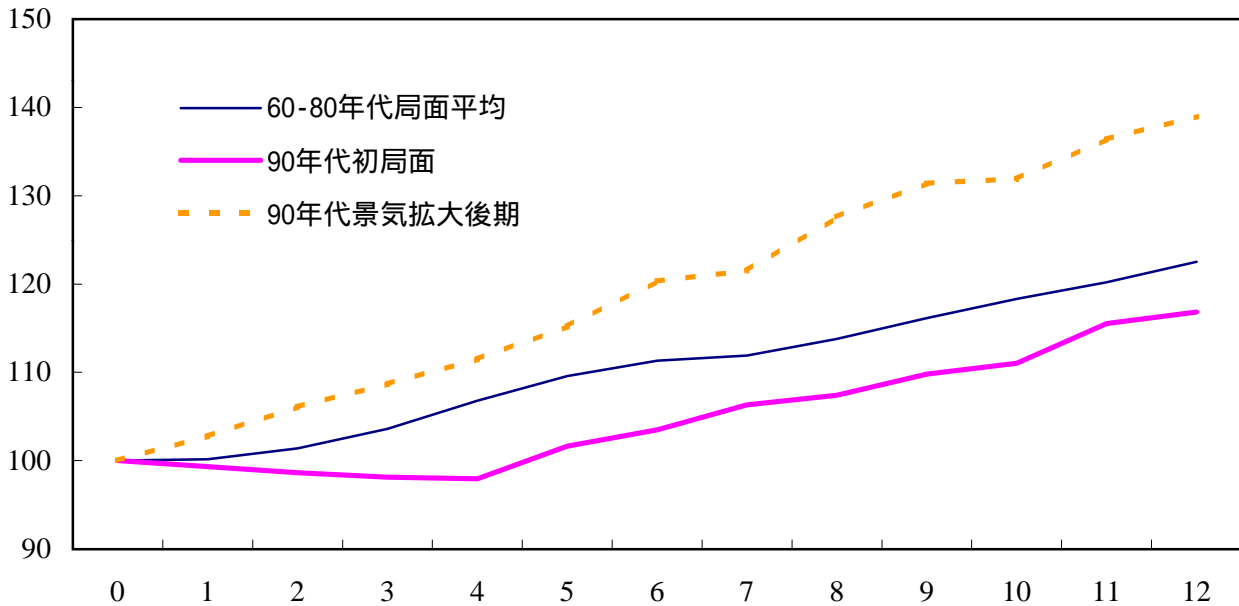
(注) 各指数とも、96年初を100とした。

(出所) Bloomberg

個人消費、設備投資の局面比較

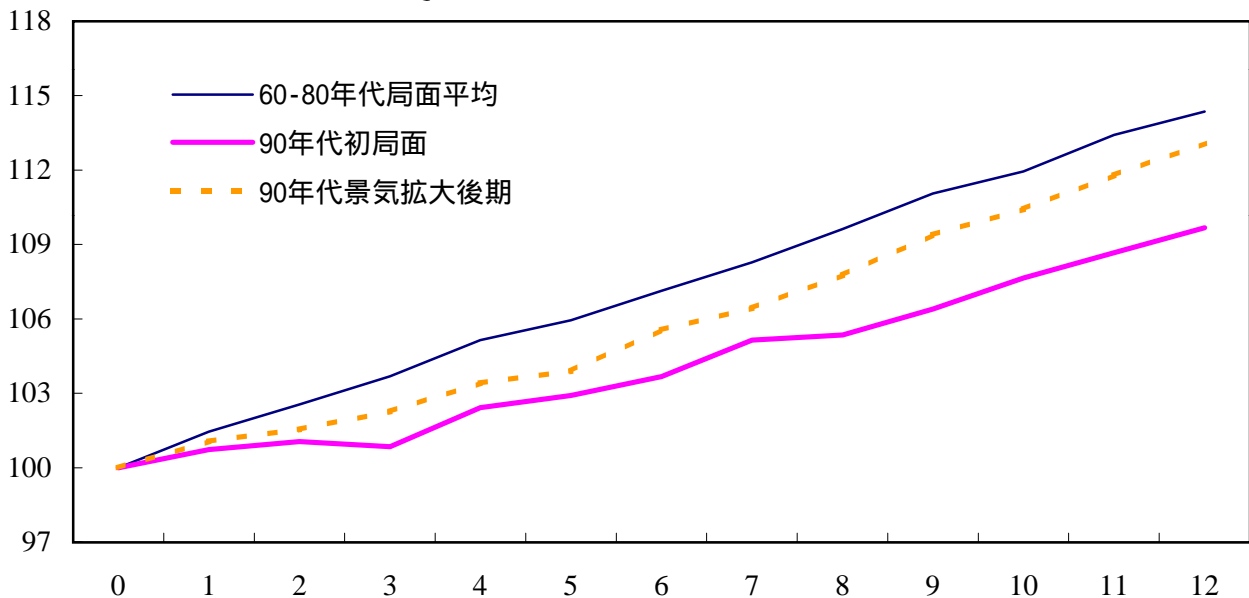
(1) 設備投資の局面比較

(景気のボトム=100、96/1Q=100)



(2) 個人消費の局面比較

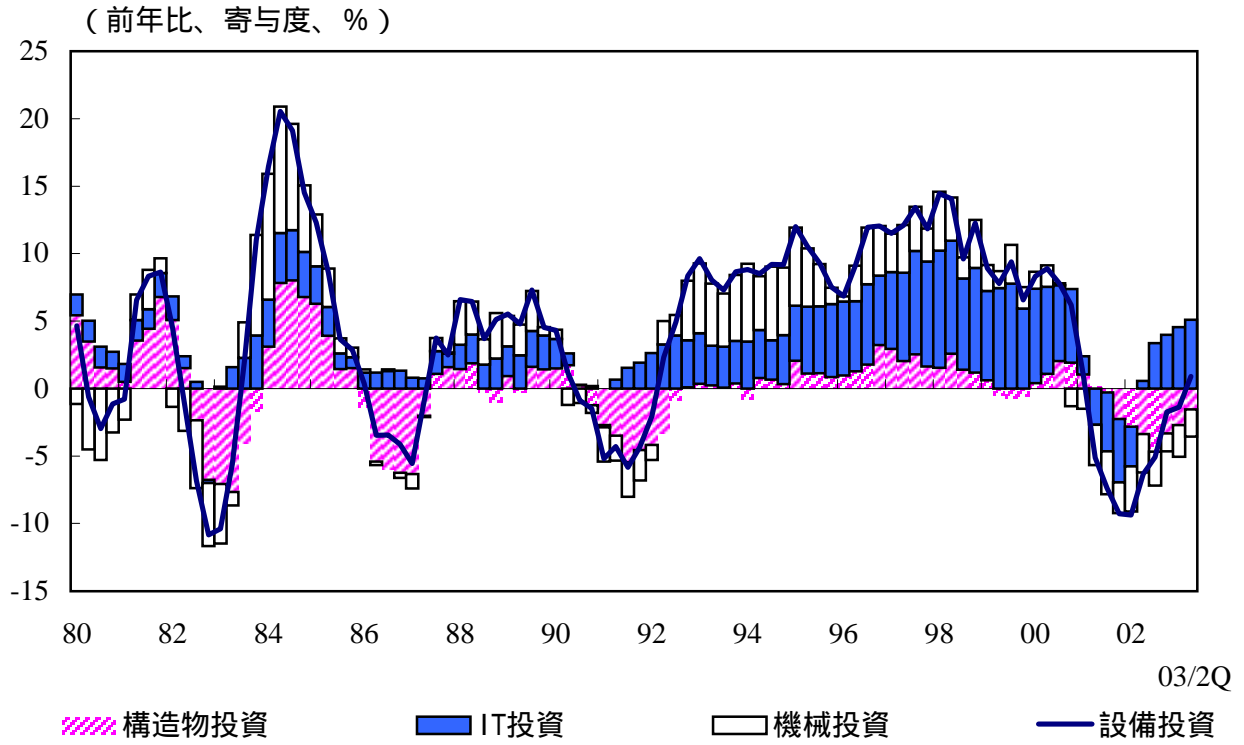
(景気のボトム=100、96/1Q=100)



(注) 0は景気の底を指す。ただし、90年代景気拡大後期に関しては、景気拡大局面の中間点(96/1Q)を0期とした。

(図表4)

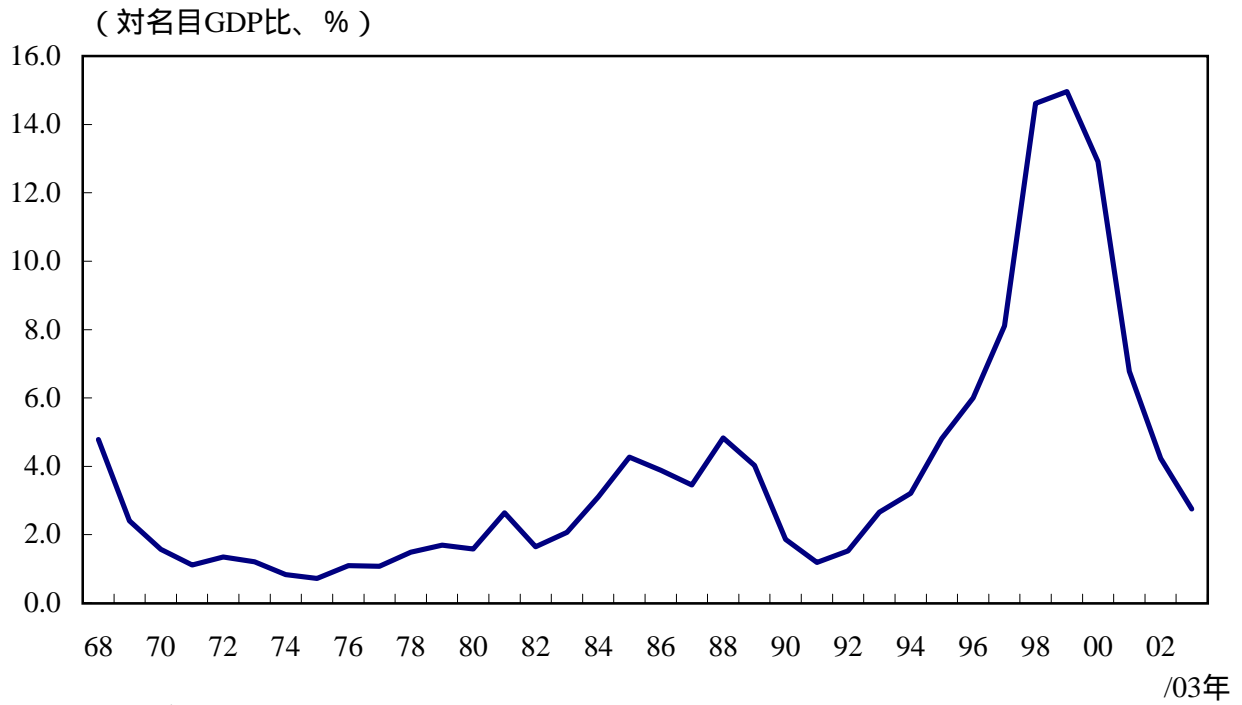
設備投資の内訳



(出所) 商務省経済分析局

(図表 5)

M&Aに伴う買収金額

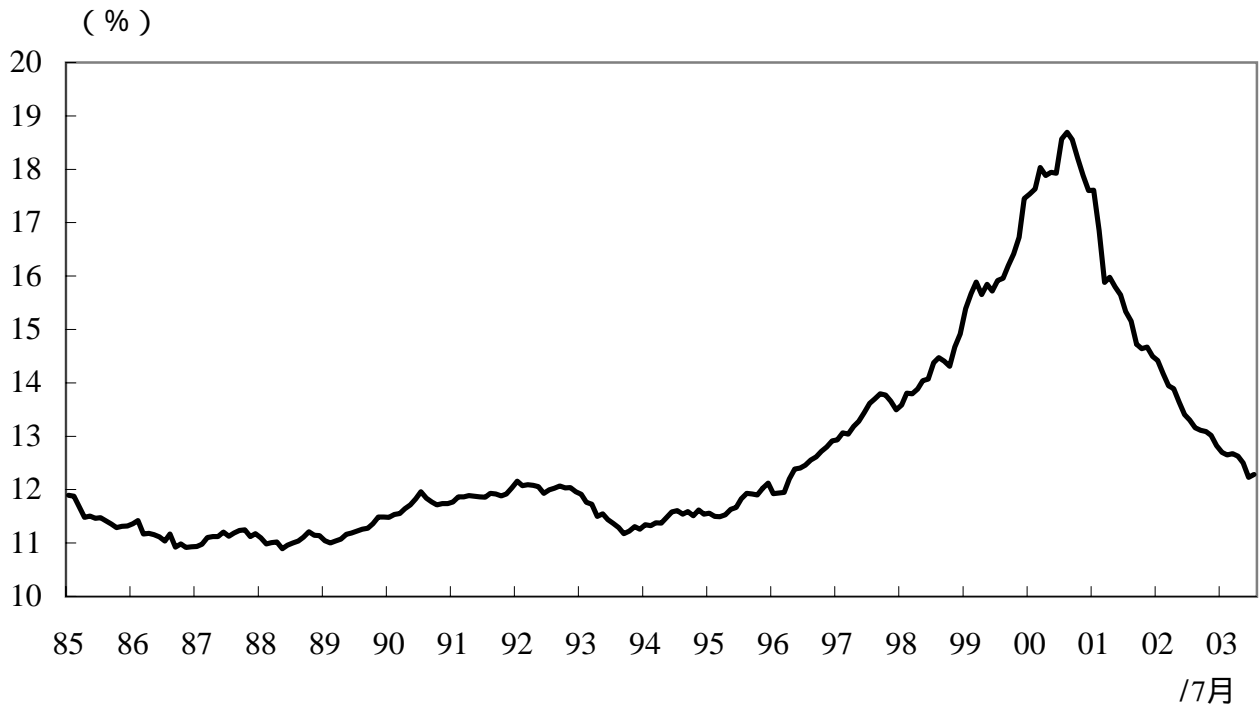


(注) 2003年の計数は、4/2時点までの累積買収額を1Qの名目GDPで除したものを。

(出所) Mergerstat, 商務省経済分析局

(図表 6)

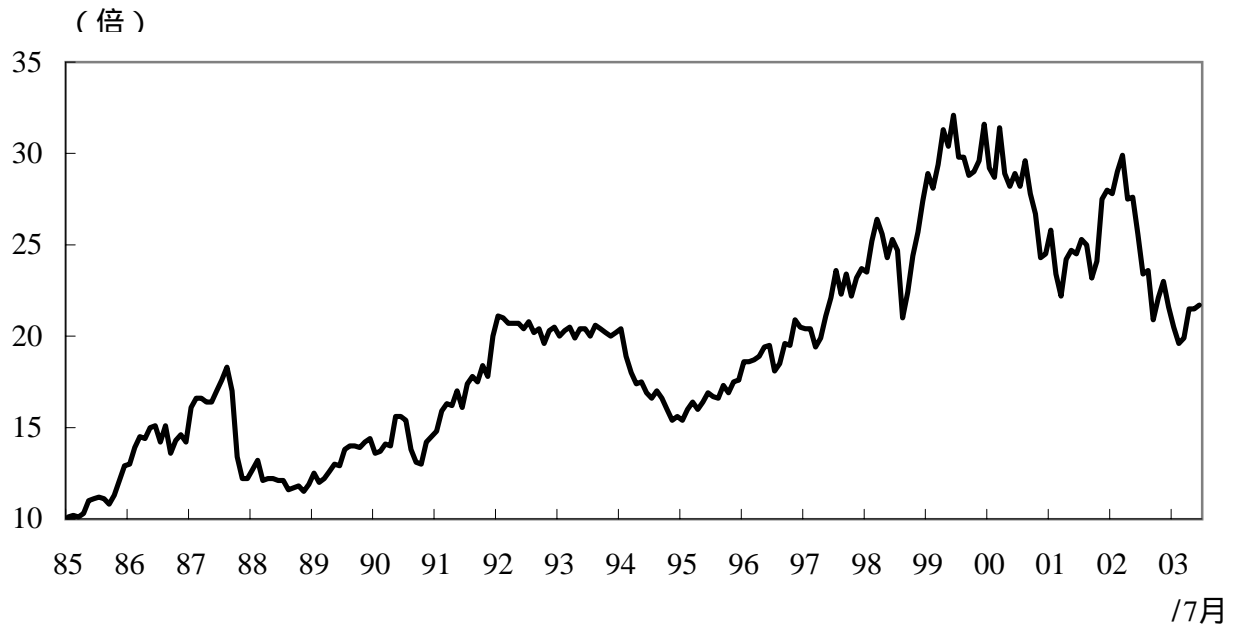
アナリストの中長期EPS成長率見通し



(出所) Bloomberg

(図表7)

株価収益率 (PER < S&P500社ベース >)

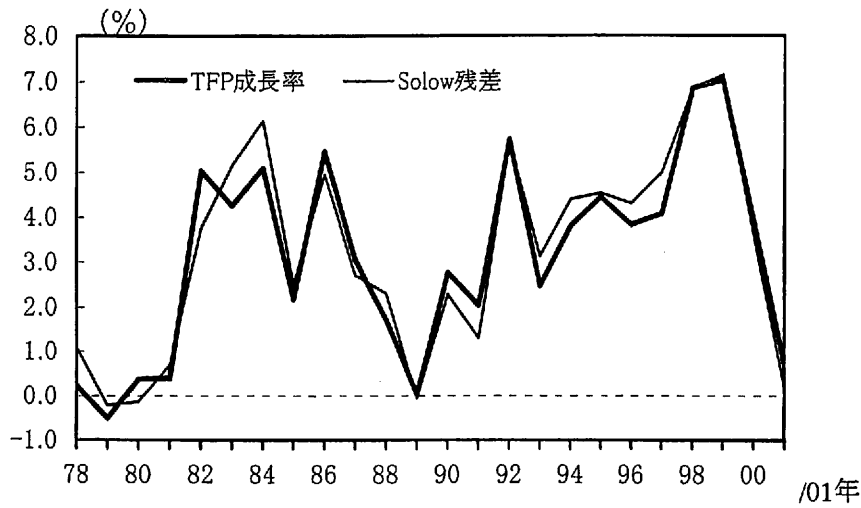


(注) Datastream社作成のPER (PER = 月末の株価 / EPS)。なお、算出の基となる一株当たり利益 (EPS) は、S&P500社がSECへ報告したEPS (除く特別損益項目) を使用。

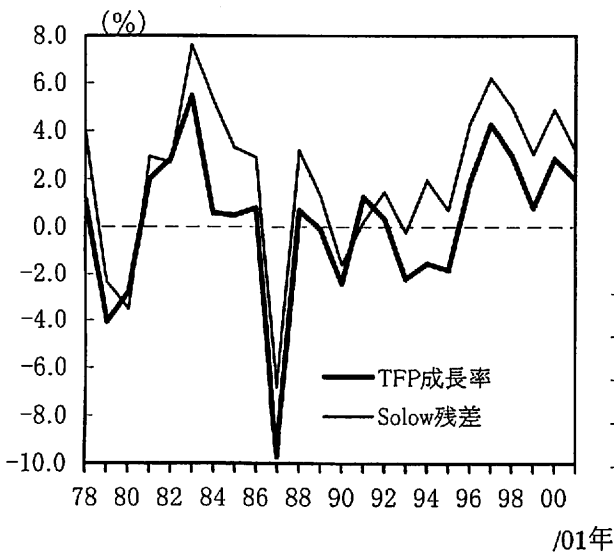
全要素生産性の成長率

(図表8)

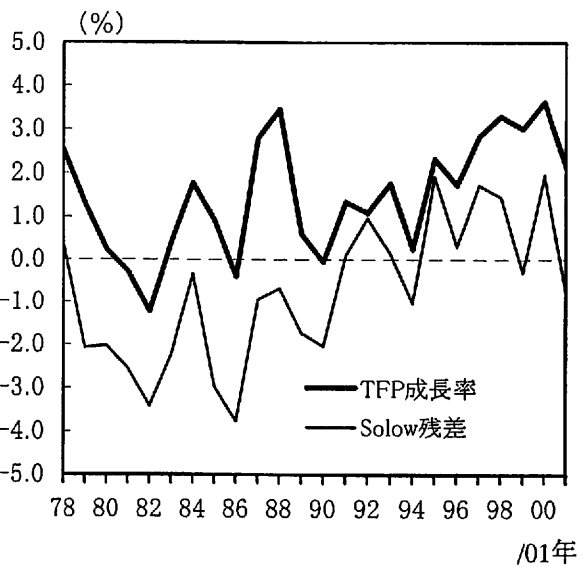
(1) 製造業耐久財



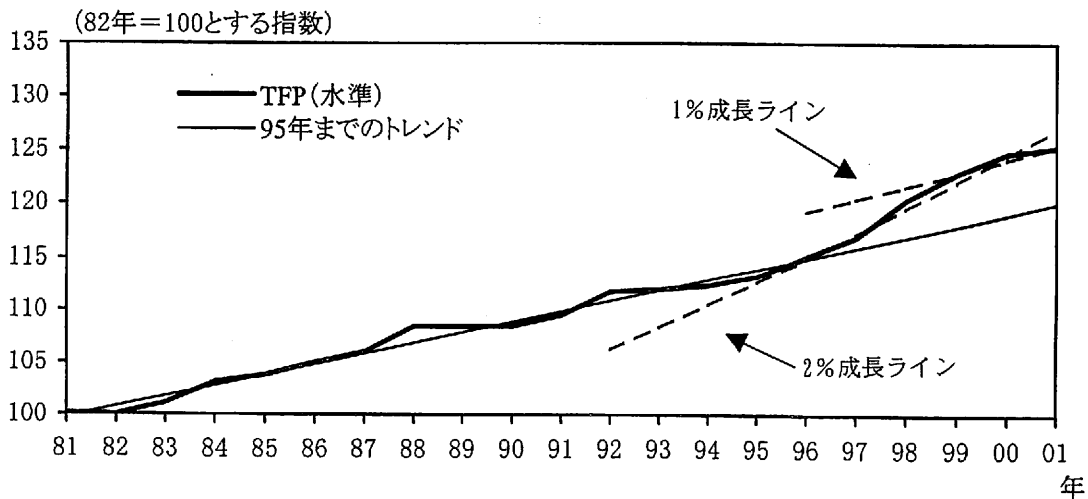
(2) 小売業



(3) 金融・保険・不動産



(4) 全産業

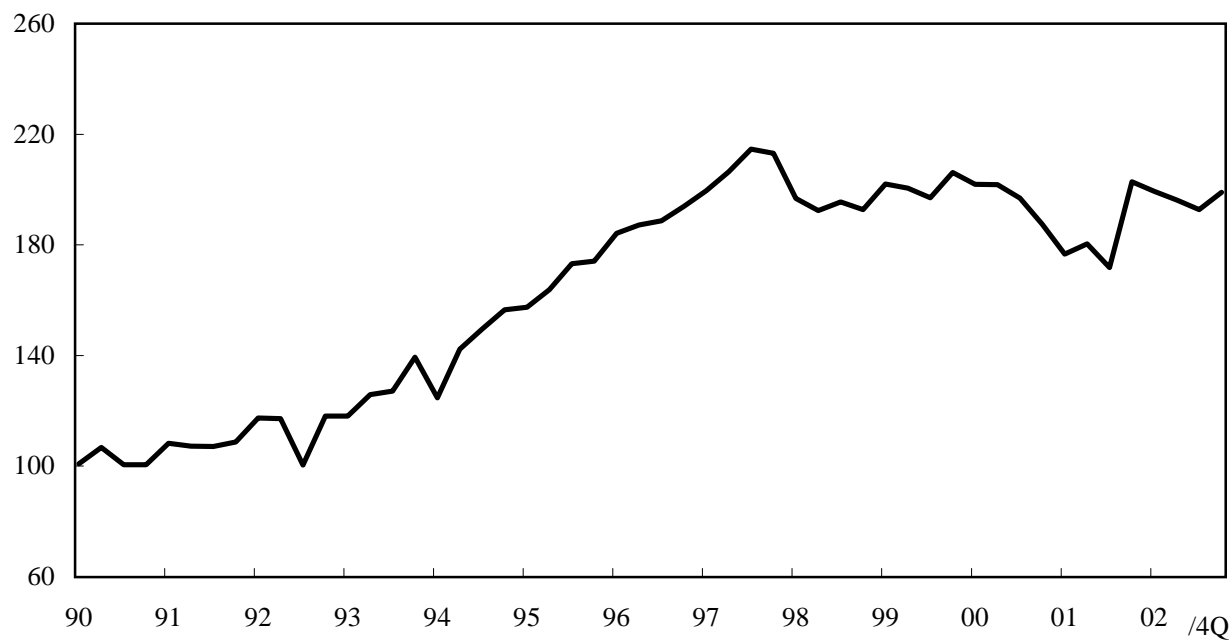


(出所) 商務省経済分析局

(図表9)

マクロの企業収益

(季調済、名目、10億ドル)



(出典) 商務省経済分析局

米国におけるストックオプションの普及

(1) スtockオプションの保有者数

千人

1992	1,000
1993	1,750
1994	2,350
1995	3,400
1996	4,000
1997	4,000 ~ 5,300
1998	5,700 ~ 8,400
1999	7,000 ~ 10,000

(出典) National Center for Employee Ownership

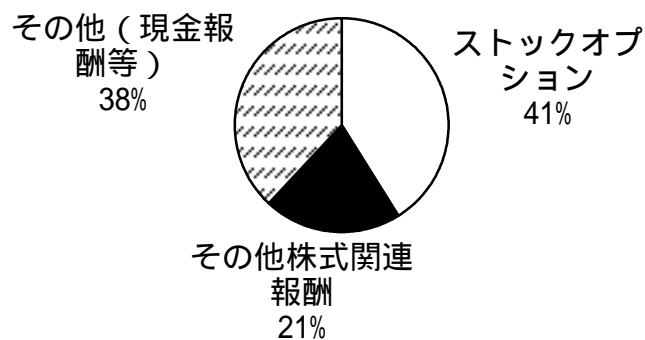
(2) 職種別にみたストックオプションの導入状況

(%)

一般従業員	19.9
管理職・専門職	60.0
経営者	92.8

(注) 97年調査。対象は米国企業2,062社。
(出典) American Compensation Association

(3) 経営者の報酬の内訳



(注) 2001年調査。対象は米国企業上位200社。
(出典) Pearl Meyer & Partners

ストックオプション付与の費用計上化が企業収益に与える影響

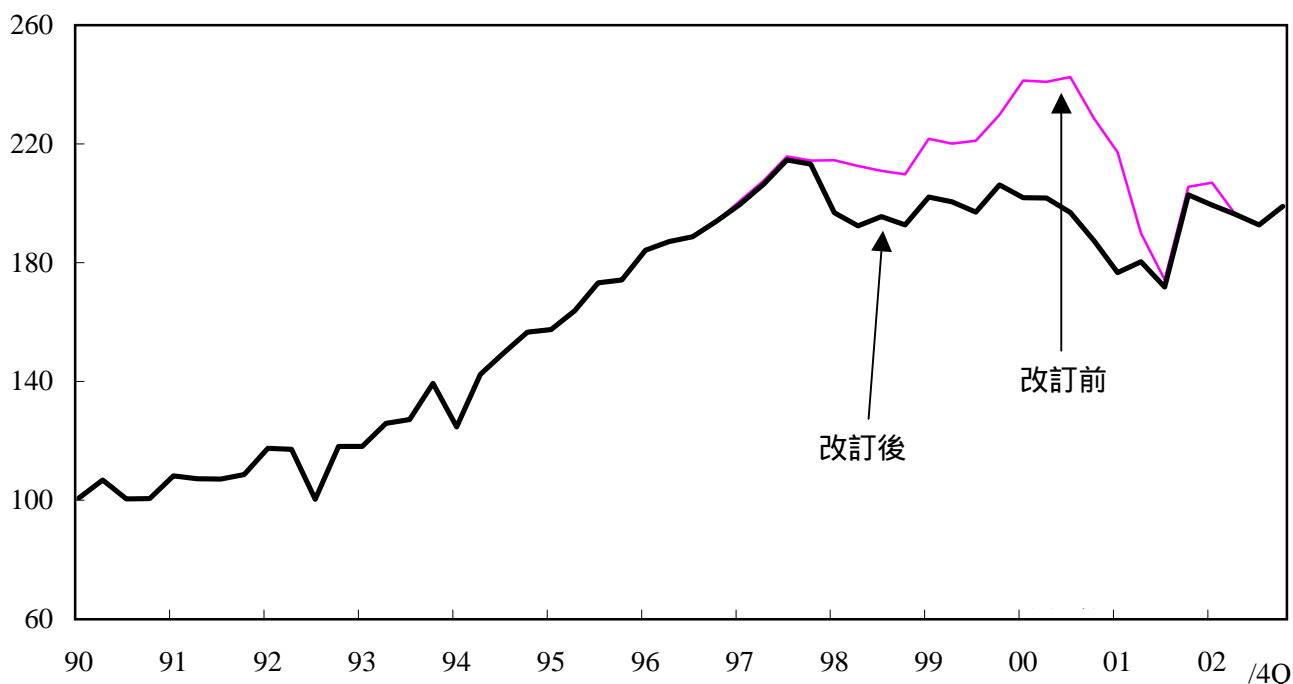
(%)

	1999年		2000年		2001年	
	ダウ工業株 30社	ナスダック 100社	ダウ工業株 30社	ナスダック 100社	ダウ工業株 30社	ナスダック 100社
純利益	5.3	70.2	7.3	89.4	47.4	331.7
EPS	5.0	79.0	6.6	93.8	19.1	435.6

(注) 本表は、SFAS123基準を用いて企業収益を計算した場合、公表ベースの企業収益がどの程度下方修正されるかを示したもの。ダウ工業株30社は伝統的企業、ナスダック100社は新興のIT企業を代表するものとして挙げられている。数値は、個別企業における企業収益の下方改訂率を単純平均したもの。

(出典) 吉川満：「ストック・オプションの費用計上を巡る会計問題」

マクロでみた企業収益の改訂状況

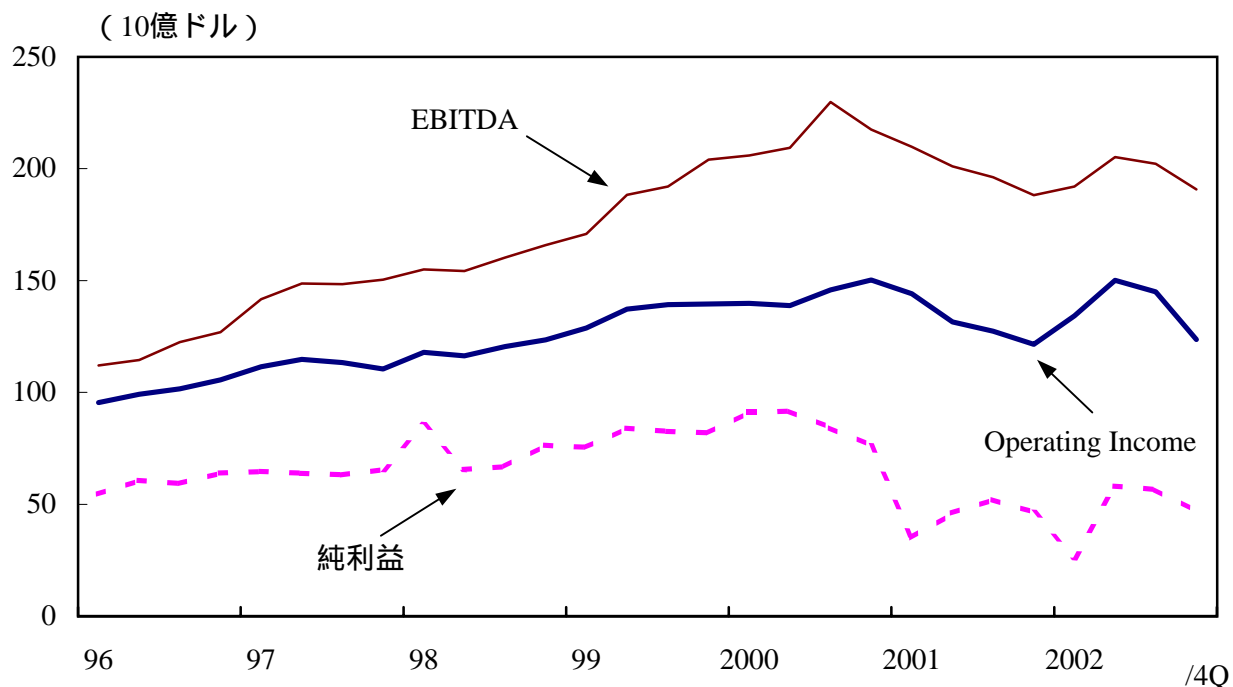


(注) 97年～2000年にかけて企業収益水準が下方修正されているのは、GDP統計上、ストックオプションが労働コストとして認識されたため(修正額は、過去3年間<2000～02年>に行われた年次改訂額を累計して算出)。

(出典) 商務省経済分析局

企業収益 (S&P500社ベース)

(1) 全業種

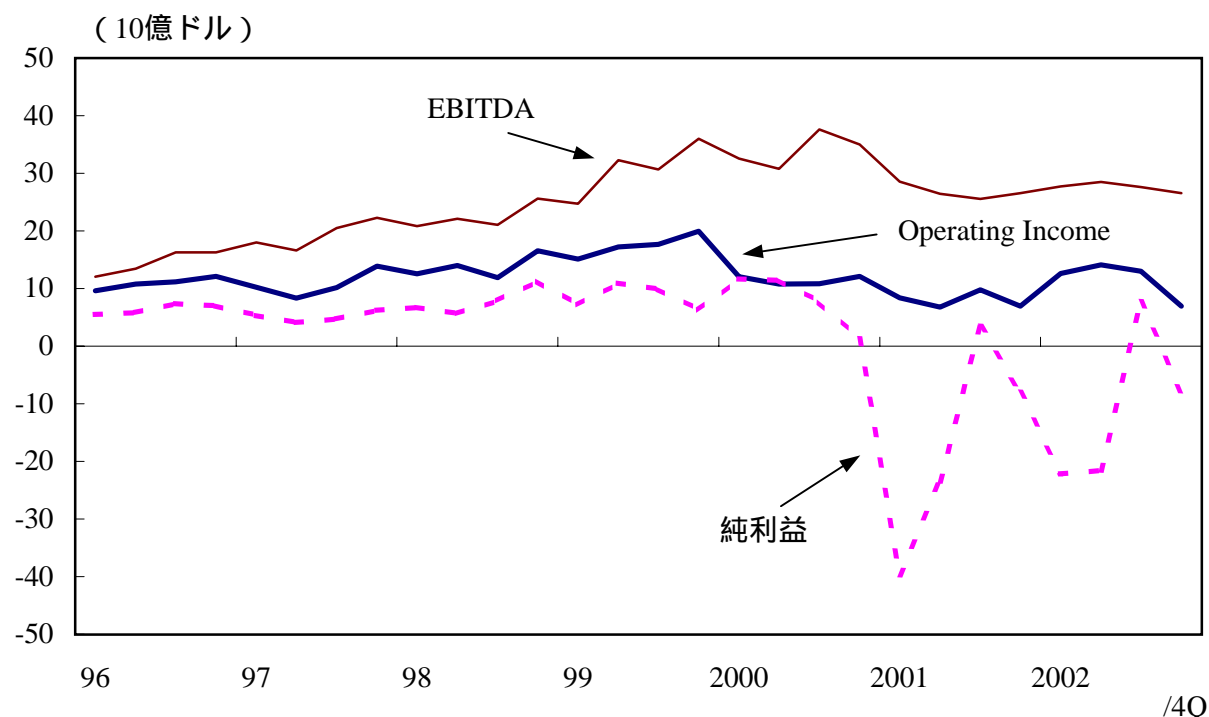


(注1) X-11にて季調済。

(出典) Bloomberg

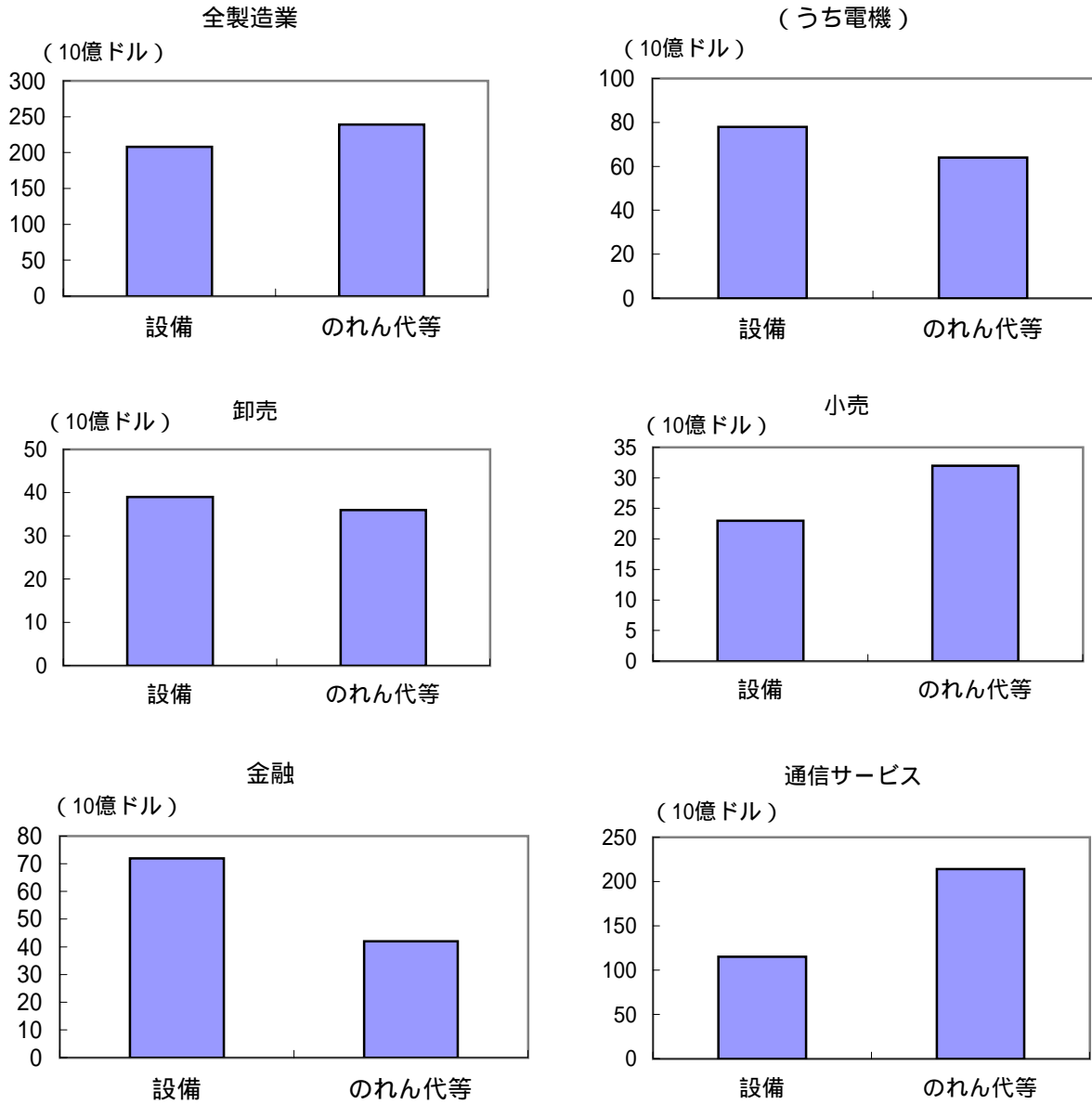
(注2) 欠損値の多い先はデータ系列から除去。この結果、営業利益・当期利益は431社、EBITDAは401社ベース。

(2) 通信サービス



(出典) Bloomberg

設備投資とM&A投資が企業のB/Sに与えた影響 (94年末 99年末)



(出所) 内国歳入庁

(図表 1 5)

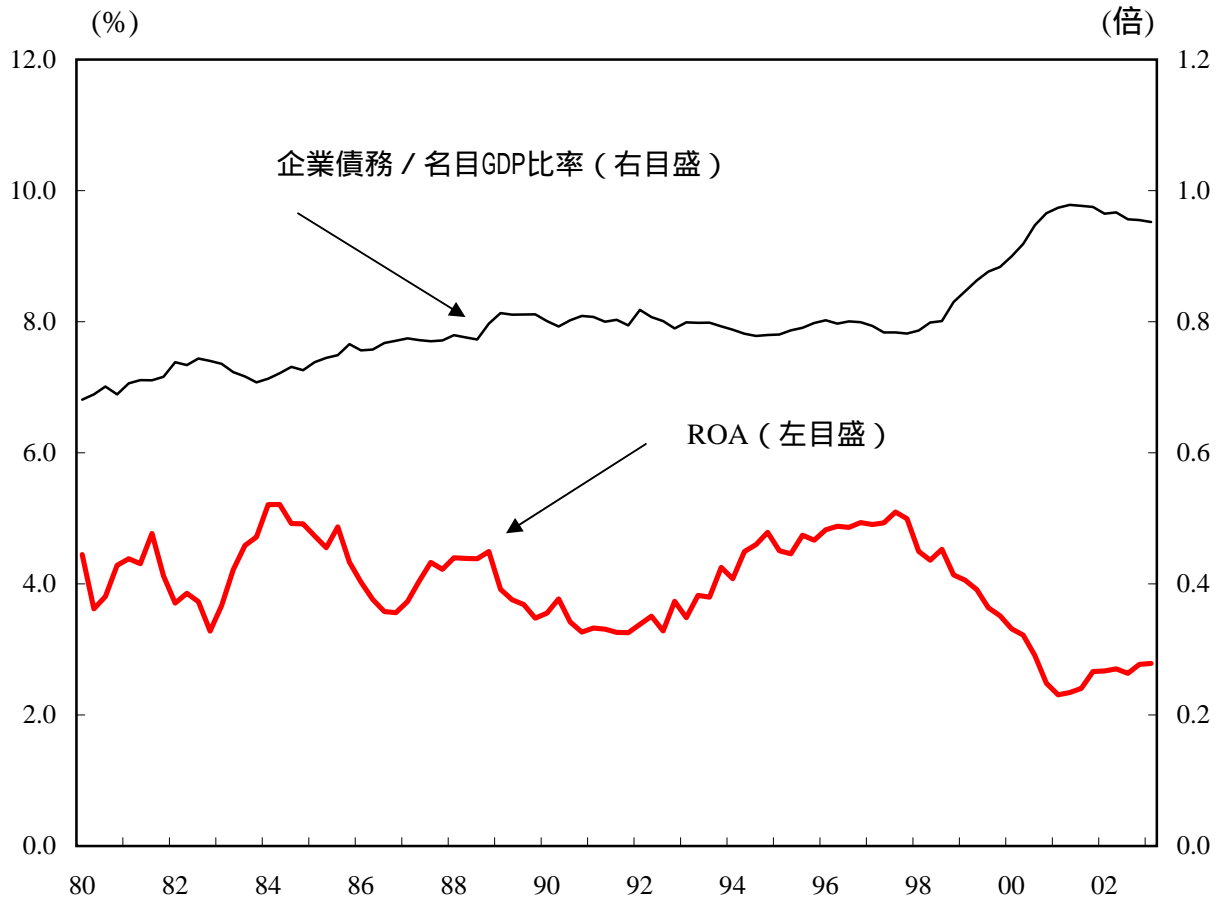
企業年金の状況 (S&P500社ベース)

(資産・債務は億ドル、利回り・割引率は%)

	1999	2000	2001	2002
年金資産 (A)	11,398	11,704	10,499	9,303
年金債務 (B)	8,884	9,527	10,444	11,366
ネット年金資産 (A-B)	2,514	2,177	55	2,063
年金資産期待運用利回り	9.1	9.2	9.2	8.6
年金債務割引率	7.4	7.4	7.1	6.6

(出所) S&P社

ROAと企業債務



(注) 直近は2003/1Q
(出所) FRB

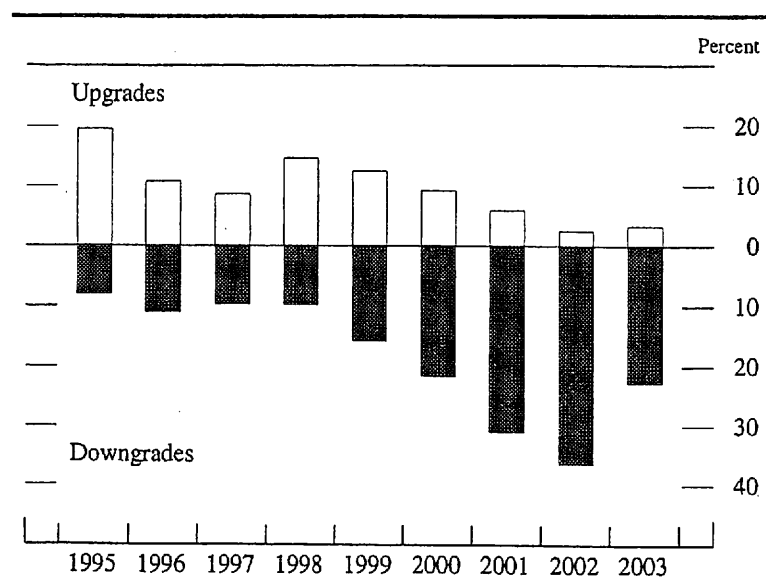
「のれん代」の大型減損処理の実施例

企業名 (事業内容)	実施時期・実施額
AOL - Time Warner (インターネットプロバイダー、メディア等)	2002/1Q: 540億ドル
JDS Uniphase (通信会社向け光ファイバー部品等生産)	2001/1Q: 398億ドル 2001/2Q: 103億ドル
Clear Channel Communications (TV、ラジオ局の経営、広告・催し物の主催)	2002/1Q: 170億ドル
AT&T (通信サービス)	2002/2Q: 165億ドル

(出所) 各社ホームページ

企業格付の悪化

Ratings changes of nonfinancial corporations



NOTE. Data are at an annual rate; for 2003, they are the annualized values of monthly data through May. Debt upgrades and downgrades are expressed as a percentage of the par value of all bonds outstanding.

SOURCE. Moody's Investors Service.

(出所) FRB 「Monetary Policy Report」