

経済レポート

米企業の債務の持続性

～返済原資のキャッシュフローに下振れ懸念～

調査部 主任研究員 細尾 忠生

- 米企業の債務残高が増加している。配当・自社株買い、合併・買収のための資金需要が拡大していることに加え、低格付け企業の資金調達も増加していることが、債務を増加させる要因となっている。また、運用難を背景に、貸し手より借り手が優位な状況にある中、過度に緩和的な貸出姿勢が債務拡大の一因となる動きも目立ち始めた。
- 米企業の債務は、返済原資であるキャッシュフロー創出力とのバランスがある程度保たれており、今のところ持続性が確保されている。もっとも、債務とキャッシュフローの比率である債務償還年数は上昇傾向が続き、過去のピーク水準に接近している。
- 債務とキャッシュフローの増加率に仮定を置き試算すれば、債務、キャッシュフローが平均的なペースで増加する限り、米企業の債務は今後も数年にわたり持続可能とみられる。もっとも、債務返済原資であるキャッシュフローは、米中摩擦の影響により足元3四半期連続で減少した。先行きも、新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大による世界経済への影響次第で下振れ懸念が高まっている。
- 中国経済の変調が世界経済に影響を与えた事例として2015～16年の人民元ショックがある。実際、当時の米企業のキャッシュフローは、リーマン危機以降で最大の落ち込み（前年比▲5.0%）を示した。今後、米企業のキャッシュフローが同程度の落ち込みを示せば、債務償還年数は、今年2020年後半にもリーマン危機時にピーク水準に到達する。
- 今後リスクシナリオが顕在化すれば、米企業の債務が持続可能でなくなり、債務不履行の発生による金融市場の混乱など、米企業の債務が景気後退の影響を増幅することも懸念されよう。

はじめに

本稿は、米国企業の債務の持続性と今後のリスク要因を整理する。米国企業の債務の増加が懸念されるようになってかなりの時間が経過したが、これまでのところ、危機はまだ顕在化していない。はたして、米企業の債務は持続的なのであろうか。

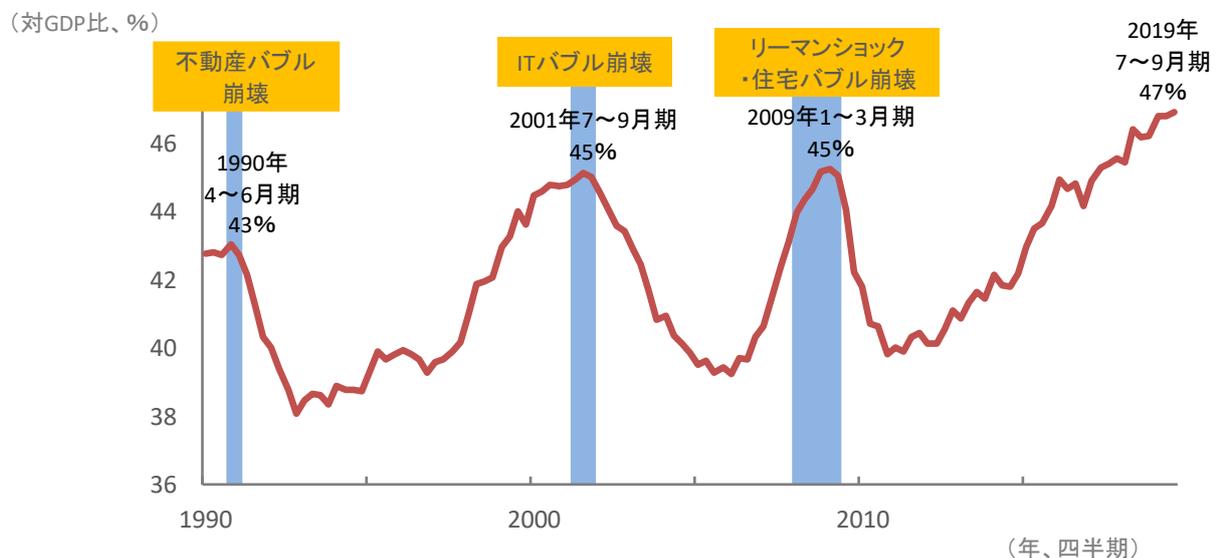
1. 米企業の債務の増加

(1) デットサイクル

最初に、米企業の債務残高の推移をみる。金融業を除く企業の債務残高・対GDP比率はデットサイクルとして注目される。それによると、直近2019年7～9月期末に47%と過去のピークを上回った(図表1)。

図表1によると、同比率は、不動産バブル期(1980年代)、ITバブル期(1990年代)、住宅バブル期(2000年代)と、およそ10年ごとに上昇・低下を循環的に繰り返してきた。このため、景気拡大局面が11年目に入った中、過去のピーク水準を上回って上昇していることは、近い将来にデットサイクルがピークアウトし、景気後退入りを示唆している可能性があり懸念される。

図表1. 米企業(非金融)の債務残高



(注1) シャドーは景気後退期

(注2) 企業債務は、債券発行残高と借入金残高の合計

(出所) アメリカ商務省、FRB、全米経済研究所

(2) 債務増加の背景

① 配当・自社株買い

企業が債務を増加させた背景には、まず、社債発行を行い調達した資金で、配当や自社株買いを拡大させる企業が増加したことがある。

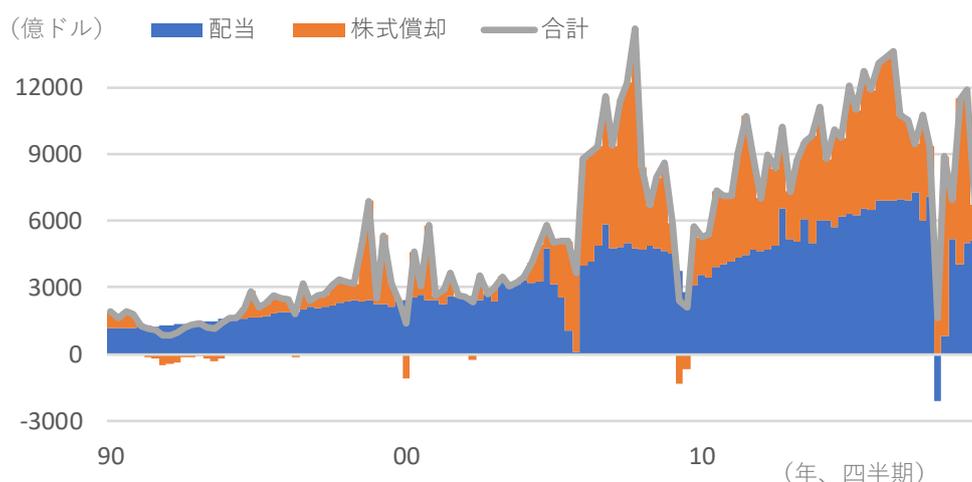
図表2は、企業の配当や自社株買いについて、カバレッジの最も広いFRBの資金循環統計をもとにみたものである。同統計は、米経済全体で見た企業（非金融）部門について、ネット（純）の配当支払額（プラスは受取超過、マイナスは支払超過を示す）と、ネット（純）の株式償却額（プラスなら株式の自己償却超＝自社株買いが株式発行額を上回る状態、マイナスなら株式の発行超過を示す）を集計している。

米企業が配当や自社株買いを拡大させる動きは、2000年代後半から目立ち始め、リーマン危機後にいったん落ち込んだものの、その後は再び拡大の動きが続いている。

最近では、2018年から海外子会社に留保していた資金を米国に還流させる際の税率を引き下げたため（レパトリ減税）、海外子会社から本国の親企業向け配当が増大、一時的に配当の受取超（図表2ではマイナスの領域）となった時期が目につく。また、ちょうどその頃から、米企業の純配当支払い・純株式償却が、やや減少しているものの、依然として高水準で推移していることが分かる。

さらに、米企業は、配当、自社株買いを自己資金で賄うだけでなく、社債発行により調達した資金を活用し、配当や自社株買いを拡大させている。企業は社債発行で財務レバレッジを拡大させることで収益率を向上させるとともに、調達資金で株主還元を拡充させ、株式市場の投資家の期待に応えている。つまり、米企業は、配当、自社株買いの原資として債務を拡大させている。

図表2. 米企業の配当・自社株買い（ネットベース）



(注) 株式償却のプラスは、自社株買い額が株式発行額を上回っていることを、マイナスは、株式発行額が自社株買い額を上回っていることを示す

(出所) FRB

②企業の合併・買収

米企業の債務増加の背景には、企業の合併・買収（M&A）の増加もある。

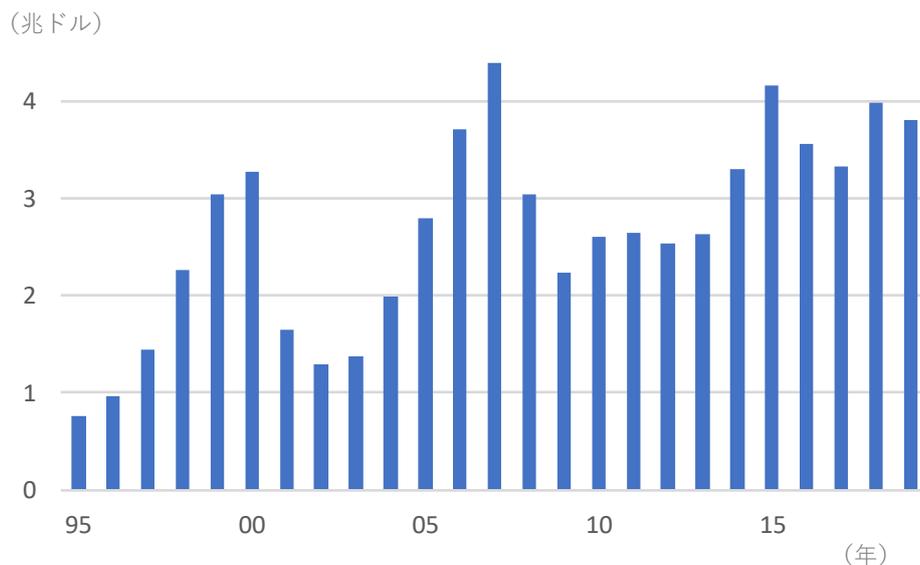
米ウォールストリート・ジャーナル紙によると、2019年の世界のM&Aの総額は3.8兆ドルの高水準に達した（図表3）。地域別では、米国が1.8兆ドルと最大になった。

企業は、収益率の高い事業や、将来、高い収益率が見込まれる事業を拡大し、逆に収益率の劣る事業を整理することで事業分野の見直しを行っている。その際、新たな事業を自前で構築するのではなく、外部の既存事業に投資し時間を買う戦略が広がっており、M&Aの活用がブームの様相を呈している。

M&Aは株式交換だけでなく現金を用いるケースも多くみられ、M&A実施を目的とした資金需要が増加し、社債発行や借入金が増加している。

もともと、M&Aは過熱傾向も指摘されるようになり、買収先の企業価値をEBITDA（利払前・税引前・減価償却前利益）と比べより高く評価する案件が目立つことが懸念されている。M&Aが当初の期待どおり効果を上げずに、調達した負債が経営の重荷となるリスクがあることには注意が必要であろう。

図表3. 世界のM&A



(注) 2019年は12月27日までの値

(出所) Wallstreet Journal 原データはDealogic

③低格付け企業の資金調達増加

さらに、信用格付けの低い企業による資金調達が増加したことも、米企業の債務増加の背景にある。

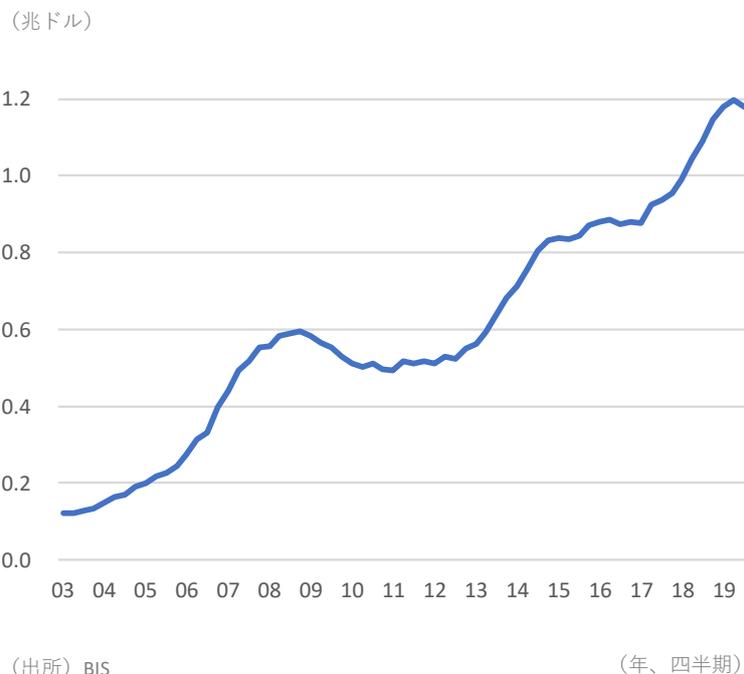
信用格付けの基準では、いわゆる BBB 格が「投資適格級」の最低基準となり、それを下回る BB 格以下の企業は、「非投資適格級」とされる。

これら信用格付けの低い企業が、金融機関からの借り入れで調達する資金をレバレッジドローン、資本市場で資金調達を行う際に発行する債券を高利回り債（ジャンク債）と呼んでいる。

レバレッジドローンとジャンク債による純調達額（調達額から返済額、償還額を差し引いた金額）が増加しており、過去 10 年間（2009 年第 4 四半期～2019 年第 3 四半期までの累計）で見ると、レバレッジドローンによる純調達が 6272 億ドル（約 69 兆円）、ジャンク債による純調達が 2810 億ドル（約 31 兆円）増加した。特にレバレッジドローンの残高は、この 10 年で 2 倍以上に急増した（図表 4）。

低格付け企業の資金調達の中で、PE（プライベートエクイティ）ファンドが果たす役割が注目されている。PE ファンドは、LBO（レバレッジドバイアウト）と呼ばれる買収先企業の資産を担保とした借入を活用し企業の買収、再生を行う手法が注目されてきたが、こうした企業の資金調達でレバレッジドローンが活用されている。また、リーマン危機以降、PE ファンドは、銀行に替わり低格付け企業向けの融資を拡大させていることが指摘されている。

図表 4. レバレッジドローンの残高



(3) 金融機関の緩和的な貸出姿勢

①コベナンツライト

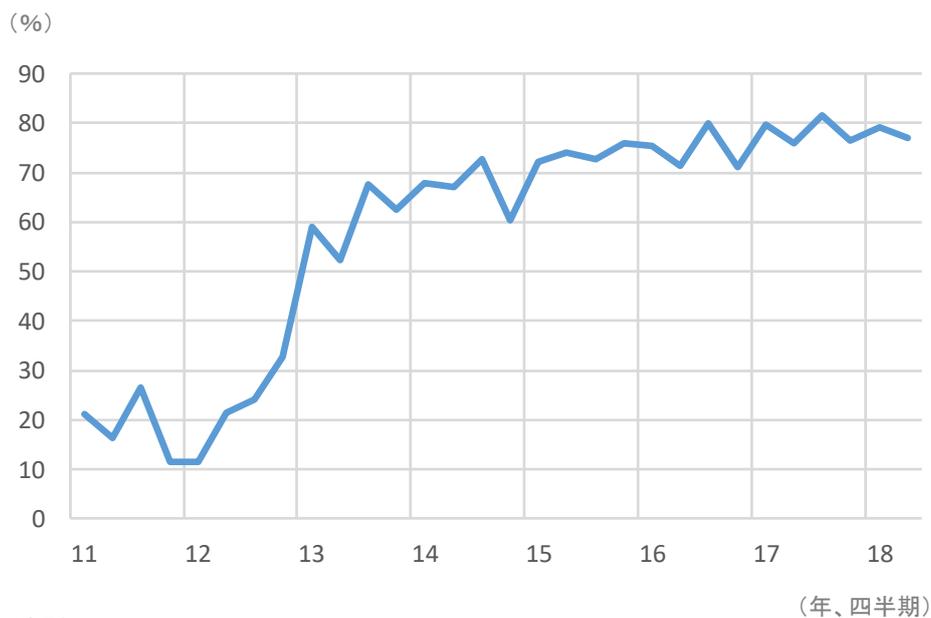
米企業の債務拡大は、金融機関の過度に緩和的な貸出姿勢に助長されている側面があり懸念される。

まず、金融機関が融資を行う際、借り手の資産や収益が一定以上悪化すれば繰り上げ返済を求めることなどを予め定めた財務制限条項（コベナンツ）を付与することが通常である。

しかし、レバレッジドローンでは、財務制限条項を付与しなかったり借り手に有利な内容に緩和したうえで融資を実行する「コベナンツライト」と呼ばれる事例が増えている。国際決済銀行（BIS）によると、レバレッジドローンに占めるコベナンツライトの比率は、2012～13年頃に増加、その後も高水準で推移しており、融資の実行に際しコベナンツライトが常態化していることが伺える（図表5）。

コベナンツライトが常態化している背景には、低金利による運用難により、借り手優位の状況が生み出されていることがある。このため、貸し手である金融機関の融資審査が甘くなったり、ガバナンスが有効に作用していないとみられる。

図表5. レバレッジドローンのうちコベナンツライトの比率



(出所) BIS

(年、四半期)

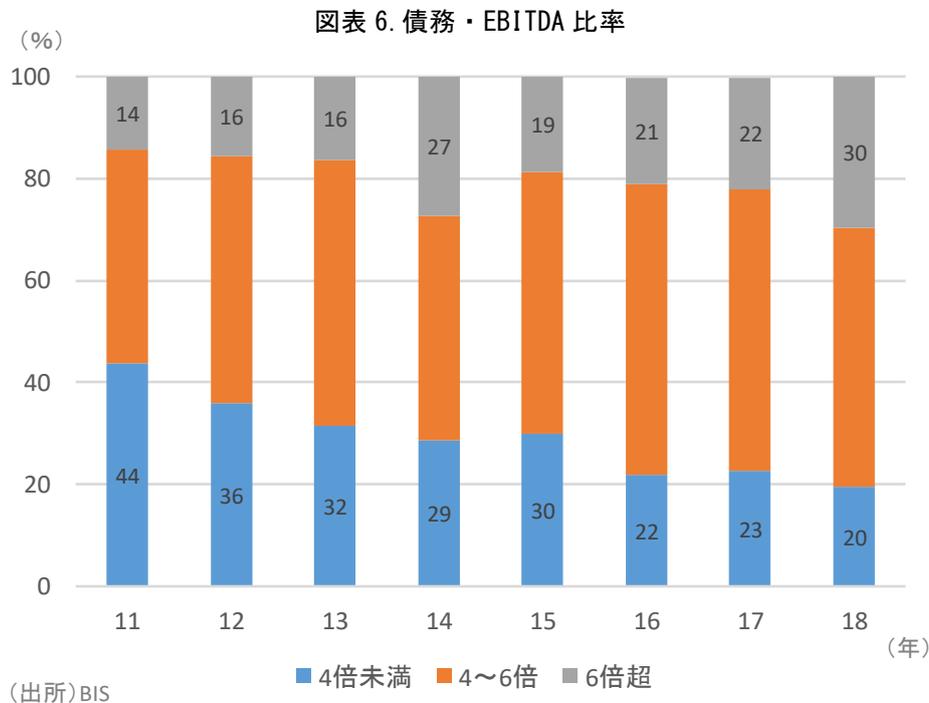
②債務・EBITDA 比率の上昇

レバレッジドローンでは、金融機関が融資を積極的に拡大させる傾向が強まっている。

通常の銀行融資では、担保価値の掛け目を低くしたり、借り手の返済能力を判断する際、企業の収益力を保守的に見積もることで、融資債権の健全性が担保される。

しかし、BIS の調査によれば、レバレッジドローンでは、企業のキャッシュフローを示す EBITDA に対する債務比率が年々上昇している。このことは、銀行が、収益力が同等の企業に対して、より多く融資を行うように融資態度が緩和していることを示している（図表 6）。

レバレッジドローンは、もともと、信用力の高くない「非投資適格級」企業を対象とした融資であるが、借り手の返済能力を過大に評価した融資は、業況がひとたび悪化すれば債務不履行リスクが一段と高まることになる。高リスク融資であるレバレッジドローンが、さらに高リスクになっている状況にあるといえる。



米企業が債務を拡大させている一方、公開企業については株式投資家からキャッシュフローの創出力を監視されているため、返済原資の創出という意味では、債務拡大に一定の合理性が認められる。

もともと、本項でみたように、金融機関の緩和的な貸出姿勢が、債務の拡大を助長させていることは、エクイティガバナンスが機能している反面、デットガバナンスが有効に機能していないことを示している。

デットガバナンスが機能していない背景には、資金需要が弱い中、貸し手よりも借り手の方が優位な立場になりやすいことがある。借り手が優位な状況で債務が拡大していくことは決して健全な姿とはいえず、債務の持続性に強い懸念が生じることになる。

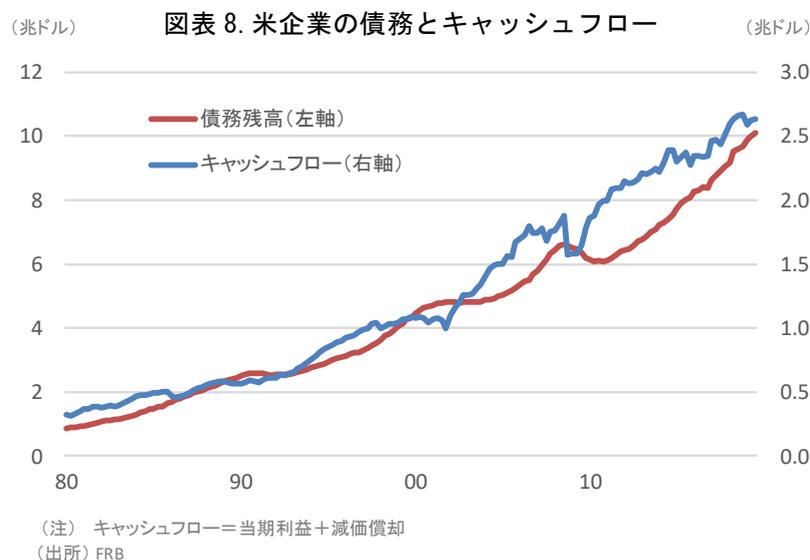
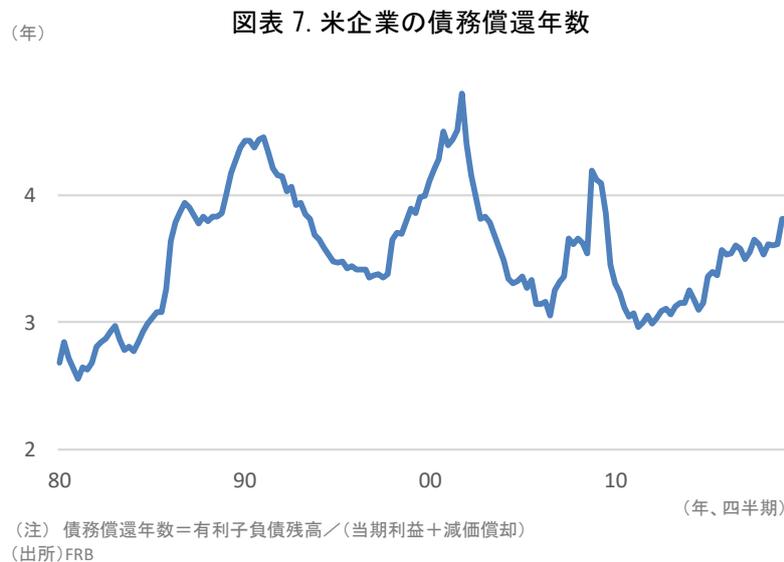
2. 米企業の債務の持続性

(1) 債務償還年数（債務・キャッシュフロー倍率）

そこで、本節では、米企業の債務の持続性を見るために米企業の債務返済力を分析する。

具体的には、企業の債務残高を、返済原資である当期利益と減価償却費の合計額（キャッシュフロー）との比率でみた債務償還年数（債務・キャッシュフロー倍率）をみる。債務償還年数（債務・キャッシュフロー倍率）は、企業の債務に、どれだけのキャッシュフロー（当期利益＋減価償却費）の裏付けがあるかをみた指標であり、キャッシュフロー全額を債務返済にあてた際に、債務返済までに要する年数を示している。

図表7によると、米企業の債務償還年数は上昇傾向にあるが、過去のピーク水準より依然として低い水準にとどまる（図表8）。背景には、債務のみならず、景気拡大を背景にキャッシュフローも増加していることがある。債務の返済原資になるキャッシュフローがあるため、米企業の債務はこれまでのところ持続可能であったといえる。



(2) 債務の持続可能性

① キャッシュフローの下振れ懸念

もともと、米企業のキャッシュフローには下振れリスクが高まっている。

第一に、中国で発生した新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大が長期化し、中国経済の失速により世界経済が景気後退入りすると、米国といえどもその影響を免れないだろう。2003年のSARS感染拡大時に、米企業のキャッシュフローの増加傾向が途切れなかったのは、中国経済のプレゼンスが今より格段に小さかったためである。一方、感染症拡大とは異なるが、中国経済の変調が世界経済に影響を与えた事例として2015～16年の人民元ショックがある。実際、当時の米企業のキャッシュフローは、リーマン危機以降で最大の落ち込み（前年比▲5.0%）を示したことには注意が必要である。

第二に、新型肺炎の感染拡大の影響による実体経済への影響は限定的でも、金融市場でリスク回避の動きが一段と強まる懸念がある。債券市場では、国債と低格付け社債との利回り格差である信用スプレッドの低下が鮮明になっているが、市場でリスク回避が一段と強まり信用スプレッドが拡大すれば、社債発行による資金調達への依存を強めていた企業では、借換えにともない利払費が増加し、キャッシュフローの内訳である当期利益を減少させる。米企業のキャッシュフローは米中摩擦の影響により前年比ベースで3四半期連続で減少したが、このケースではキャッシュフローの減少が今後も続く公算が大きいであろう。

② 試算の前提

そこで、本節では、米企業の債務とキャッシュフローの伸びに仮定を置き、上記のリスクシナリオにおける米企業の債務の持続可能性を試算する。

キャッシュフローの増加率については、(1) 当社の米国経済見通し（潜在成長ペースで成長が持続）により、キャッシュフローが近年の平均ペースに回復するケース、(2) 中国で発生した新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大により、世界経済が景気後退に至らないまでも、金融市場でリスク回避の動きが一段と強まり、米企業のキャッシュフローの減少が続くケース(3) 肺炎の感染拡大が長期化、中国経済失速により世界経済が景気後退入りし、キャッシュフローが、リーマン危機以降で最大の減少幅となった人民元ショック時並みに減少するケース、の3つのシナリオを想定した。

一方、債務はすでに高水準にあり、増加ペースが加速する可能性が低い反面、減少に転じる要因も見当たらず、近年の平均的な増加ペースが、今後も続くこと想定した（以上図表9）。

図表9. 試算の前提

| | | キャッシュフローの増加ペース | 企業債務の増加ペース |
|-----|---------------------------|----------------|------------|
| (1) | キャッシュフロー回復シナリオ | 4.2% | 6.2% |
| (2) | 新型肺炎の影響が金融市場のリスクオフを強めるケース | ▲0.5% | 6.2% |
| (3) | 新型肺炎の影響により世界経済が悪化するケース | ▲5.0% | 6.2% |

(注) 表中の値は前年比増減率。(1)キャッシュフロー回復シナリオの各々の増加率は過去3年の実績の平均値を用いた(出所)FRB

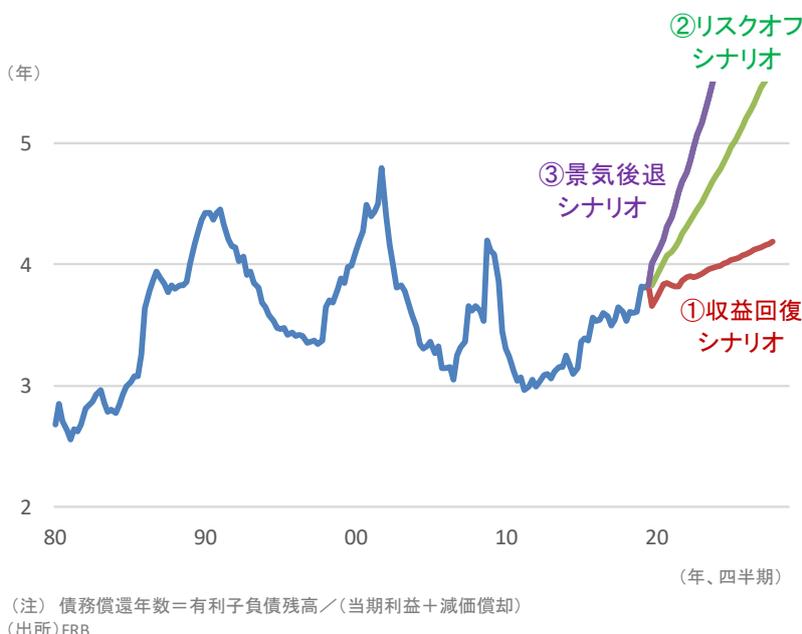
③試算結果

試算結果によると、シナリオ（1）では、米企業の債務償還年数は、緩やかな上昇ペースが持続、過去の3つのピークのうち最も低かった2008年のリーマン危機時の水準に到達するのは2027年後半頃とみられる。債務償還年数には、定義上、一定水準に到達すれば債務が持続不可能になるような閾値は存在しないが、過去のピーク水準への到達は、債務の持続性をみるうえでの一つの目安となる。その水準に到達する時期が相当先であることは、債務が返済原資であるキャッシュフローの裏付けを持ち持続可能性が高いことを示している。

一方、金融市場でリスクが強まるシナリオ（2）では、米企業の債務償還年数は、2021年半ば頃に前回のピーク水準に到達し持続可能性が低下する。

また、シナリオ（3）では、今年2020年後半に前回のピーク水準に到達し、債務の持続可能性が低下する（以上図表10、11）。

図表 10. 債務償還年数のシナリオ別試算



図表 11. 債務償還年数がリーマン危機時のレベルに到達する時期

| | | |
|-----|----------------------------|--------------|
| (1) | キャッシュフロー回復シナリオ | 2027年10~12月期 |
| (2) | 新型肺炎の影響が金融市場のリスクオフにとどまるケース | 2021年7~9月期 |
| (3) | 新型肺炎の影響により世界経済が悪化するケース | 2020年7~9月期 |

(出所)FRB

3. まとめ

米企業の債務残高（対 GDP 比率）は、過去のクレジットサイクルのピークを上回っているものの、前節の試算結果によると、米企業の債務には返済原資となるキャッシュフローの裏付けがあり、これまでのところ持続可能であるといえる。

しかし、米中摩擦の影響により、キャッシュフローがすでに3四半期連続で減少した中、新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大により、中国はもちろん、米国をはじめ世界経済への影響も懸念され、米企業のキャッシュフローの下振れリスクが高まっている。

今後、リスクシナリオが顕在化すれば、米企業の債務が持続可能でなくなり、債務不履行の発生による金融市場の混乱など、米企業の債務が景気後退の影響を増幅することも懸念されよう。

企業の債務償還年数が過去のピーク水準に一段と接近する中、資金運用難を背景とした金融機関の緩和的な貸出態度にみられるように、債務の健全性を損なう動きが目立ち始めていることにも注意が必要であろう。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。