

アメリカ資本主義に何が起きているのか

—景気とコーポレート・ガバナンスの行方—

鈴木 直次

専修大学経済学部教授

はじめに

「同時多発テロ」から1年を過ぎ、アメリカ経済の一举手一投足に、世界の注目が集まっている。わが国のメディアもまた、ほぼ連日のように、アメリカ経済の先行き不安とその影響を懸念する記事を報じ、有力誌は相次いで特集号を組んでいる。論調には、いずれかといえば悲観論が多く、世界恐慌への展望を語るものすらある。

たしかに、あの惨劇以後のアメリカ経済の驚異的な回復力に世界は目を見張ったが、いまやその輝きは色あせた。成長率は鈍化し、株価は再び神経質な動揺を繰り返すと同時に、ドルも値を下げた。さらに深刻な出来事はエンロンやワールドコムなど、時代の寵児ともてはやされた新興の大手企業の不正経理が表面化し、大型倒産が相次いだことである。これらは「グローバル・スタンダード」とされてきたアメリカ的コーポレート・ガバナンスへの信認を失墜させ、世界的な株価低落

すずき なおつぐ

1947年生。上智大学経済学部卒。東京大学大学院経済学研究科応用経済学専攻。経済学博士。専修大学講師、助教授を経て現職。著書に『アメリカ産業社会の盛衰』『アメリカ社会のなかの日系企業』『現代のアメリカ経済』（共著）など。

とドル離れを誘って国際経済に大きな衝撃を与えた。本稿では、2000年春のバブル崩壊以後に焦点を合わせ、景気動向とその背後にある構造問題の両面から、アメリカ経済の現状と行方を考えたい。

1 不透明感の強まる経済の先行き

まず、目まぐるしく変転する景気の現状を整理するため、この数年間のアメリカ経済を振り返っておこう。

ちょうど10年にわたってつづいた景気拡大は2000年後半から減速し、昨年春にはリセッションへと陥った。史上最大の株式バブルが崩壊し、これとともに大規模なIT投資ブームも終焉を迎えたためであった。もっともリセッションはごく軽微に終わり、マイナス成長の期間も2001年初めから連続3四半期（2002年7月発表の改訂値）と戦後の平均を下回った。当初は、そもそもリセッションが生じたのか否かが論争的となったほどだった。このように景気が大きく落ち込まなかったのは、個人消費が異例に堅調だったせいである。

だが、リセッションのさなかの昨年9月には「同時テロ」の惨劇が起きた。直接の膨大な人的・物的損害に加え、資本・金融市場は機能麻痺し、予想の範囲内とはいえ株価は大きく落ち込んだ。証券や保険、航空会社をはじめ関連企業の経

表1 実質GDP統計(確定値)

(前期比変化率 %)

年	2000		2001				2002		年 間	
	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	2000	2001
実質経済成長率	0.6	1.1	-0.6	-1.6	-0.3	2.7	5.0	1.3	3.8	0.3
個人消費	3.8	2.1	2.4	1.4	1.5	6.0	3.1	1.8	4.4	2.5
非住宅固定投資	3.5	-3.2	-5.4	-14.5	-6.0	-10.9	-5.8	-2.4	6.1	-3.8
機器・ソフトウェア	0.9	-5.4	-6.3	-16.7	-9.2	-2.5	-2.7	3.3	8.2	-6.4
住宅投資	-9.3	0	8.2	-0.5	0.4	-3.5	14.2	2.7	1.1	0.3

営は大きく揺らぎ、大規模レイオフが相次いで発表された。輸送網の混乱はIT革命による在庫管理の効率化にも災いされ、生産・販売活動を大きく阻害した。ほぼすべての経済指標は大幅に悪化した。なによりも個人消費の失速が懸念され、本格的な景気後退が予測された。

しかし実際には、これを境に経済は驚異的な回復を実現する。2001年末から本年初頭まで、成長率はすべての予測を裏切って急上昇した。「テロに負けるな」の合言葉のもと、戦時下のように愛国心が至るところで強調され、水面下では官民の協力もはかられた。個人消費は激増し、株価も大きく反騰した。こうしてアメリカ経済の活力に世界が目を見張り、にわかに楽観的な予測が広がった。3月にはグリーンズパンFRB議長がドル高に懸念を示したほどだった。

ところが最近、経済の先行きに再び不透明感が強まった。まず第1に、景気回復のテンポが鈍化した。この7月に米商務省が発表したGDP統計(速報値)によると、2002年第2四半期のアメリカの実質経済成長率は1.1%と前期の5.0%はもとより、事前の大方の予測をも大幅に下回った(9月末発表の確定値は1.3%に上方修正された。表1を参照)。最近、アメリカ政府は統計作成方法とその結果の修正を繰り返しているので必ずしも断定はできないが、景気回復テンポが一時的にせよ鈍化したことはほぼ疑いない事実であろう。

第2に、株価が再び動揺をはじめた。大強気市場は2000年春に終わり、ダウ平均は1万1,000

ドルのピークから乱高下しながら「9.11」直後には8,200ドルまで落ち込んだが、その後のめざましい回復により反転し、本年3月には1万ドルを越えるところまで盛り返した。しかし再び5月以後、企業の業績回復の遅れや景気先行きの不透明感の高まり、会計スキャンダルの表面化などにより2カ月あまりの間に7,700ドルまで急落し、底割れの危機すらささやかれた。この8月中旬には、異例の出来事だが、SEC(米証券委員会)の要求に応じて大手企業の大半が決算の正当性を宣誓し、これによって株価は反騰したが、なお波乱含みの様相である。また、ハイテク株中心のNASDAQ指数は2000年3月の5,000をピークにこれよりはるかに明瞭な低下傾向をたどり、本年8月には1,200にまで落ち込んだ。

最後にドル安が生じた。90年代後半のIT投資と株式ブームに支えられた一人勝ち経済への信頼から、世界の資金はアメリカへと向かい、ドル高を生み出した。それがまた、この国の繁栄を支えた。ところが本年春を境に、株価の低迷と不正経理問題の表面化を直接の契機として、また、経済の先行き不安、経常赤字と対外純債務増加への懸念とも重なって、アメリカへの資本流入は減少し、一転してドル安が生じた。日欧経済の回復がはかばかしくない現状では、ただちにアメリカから大規模な資本逃避が起きるとは考えにくい。中長期的にみると、これは国際資本移動パターンの変化とドル離れ本格化の端緒ではないかとの観測もなされるようになった。

2 成長率の減速と投資回復の遅れ

このような最近の経済変調の基礎には、成長率減速に象徴される実体面の弱さがあった。本年第2四半期の低成長は、前期までの在庫調整にともなう特殊要因の消滅を除けば、貿易赤字の急激な増加と個人消費伸び率の大幅な鈍化に由来した。とくに後者は、今まで経済を支えてきた主因だけに、先行き見通しに暗い影を落とした。

個人消費が堅調だった原因は、株式バブル崩壊（もっとも株価はまだ歴史的には高水準にある）による逆資産効果にもかかわらず、金利の大幅な引き下げと減税、住宅価格の高騰、それに実質賃金の上昇にあった。テロ以後には愛国心の発揚も影響した。なかでも金利低下は自動車のゼロ金利ローンや住宅ローン金利の引き下げ、住宅価格の上昇を促し、後者はさらにローンの低利借換えやホーム・エクイティローン（住宅の正味資産価値を担保とする消費者ローン）の増加などによる購買力の拡大を可能にした。

居住用の個人住宅までが株式と同じ金融資産となり、その価値が高まるにつれ消費も増えるというのは、いかにも消費社会アメリカらしいメカニズムだが、反面、そこには債務積み上げという危うさも内包されている。事実、90年代末には家計債務は増加し、そのバランスシートは大幅に悪化した。低金利にもかかわらず、元利返済負担も史上最高の水準へと高まった。これらは、資金繰りが容易な現状ではなお重大な問題とはなっていないが、消費は今までよりは所得や金利の変化に敏感になった。もともと、長期にわたって増加をつづけてきたから、個人消費がそろそろ息切れしても不思議ではなかった。そのうえ、最近の株価低落もそれに輪をかけた。

このように今まで経済を底支えしてきた個人消

費が陰りをみせたのに対し、90年代後半の景気拡大の主役であった企業の設備投資（「非住宅固定投資」）は、いくぶん小幅になったとはいえ、最近でも7四半期連続マイナスの渦中にある。これが経済全体の回復テンポを減速させ、先行きを不透明にしている最大原因である。たしかに、今まで不振だった「機器・ソフトウェア」投資は第2四半期に久しぶりにプラスに転じ、「情報機器」投資もごくわずかながら増加したことは注目すべき変化だが、企業収益や資金繰りに改善がみられない現状では、これが投資反騰の合図となるのか否かは明らかではない。

約言すれば、同時テロ以降の経済回復は、設備投資の回復がみられないまま、弱含みの個人消費と在庫調整にリードされた力強さに欠けるものだったが、最近では、その傾向がますます顕著になってきたのである。事実、景気の持続的な回復に不可欠な、GDPから在庫変化を除いた国内最終需要の伸び率（実質）は2000年第4四半期の4.2%から02年第1四半期には2.4%、そして今回はマイナス0.1%へと低下した（確定値）。これらの弱さが意識されず、むしろ同時テロ以降は強さばかりが印象づけられた原因は、「9.11」を契機に本格的な景気後退に陥ると悲観論が圧倒的な多数を占めたのに、現実には、それが覆されたことにあったにすぎなかったのである。

民間設備投資低迷の原因は、「ニュー・エコノミー」と株式ブームの楽観的な先行き見通しのなかで行なわれた巨大な設備投資にあった。90年代後半に、IT化の波に乗り遅れまいと、ニューおよびオールド・エコノミーの各企業は電子商取引から企業経営の情報化までIT投資を一斉に増加させた。これを支えるべくIT産業でも生産能力が大幅に拡張された。しかし、ネットバブルの崩壊と景気の減速は一転して巨大な過剰設備を生み出し、IT投資を減少させた。このためIT産業はもっとも深刻な不況に陥り、現在でもそこから脱していない。かくてIT不況はアメリカ経

済の実体面の弱さの焦点となり、ひいては不正会計問題の温床ともなるのである。

3 投資過剰と通信不況

1990年代のアメリカ経済に起きたもっとも重要な出来事のひとつは、インターネットに代表される情報技術革新とネットバブルとまでいわれた株式ブームを背景に、コンピュータ、半導体、通信産業などからなるIT産業がめざましい成長をとげたことにあった。IT産業は「インフレなき拡大」を永続させる「ニュー・エコノミー」の原動力として、また、企業経営や雇用関係からライフスタイルまでの大転換を促す「デジタル革命」の旗手として、内外の熱い注目を一身に集めた。そして、その重要な一角を占めたのが通信産業だった。

インターネットを核とするIT時代が到来するためには、大量のデータを瞬時に低コストで配信できる通信網の整備が何よりも必要であった。通信産業の役割はこの点にあった。主要な通信会社はインターネットや携帯電話など新技術にもとづく通信需要の大幅な増加を見越して、さらに、株式ブームによる資本調達コストの大幅な低下に助けられ、大規模な設備投資を行なった。96年の新通信法による規制の自由化も業界の垣根を越えた企業買収やベンチャー・キャピタルに支援された新興企業の参入を促した。かくて90年代後半に通信産業の設備投資は年率約30%で増加し、2000年には1,000億ドルの大台を越えた。これはアメリカ産業のなかで最大の部類に属し、全民間固定投資の4%を上回ったほどだった。当時、OECD各国では通信インフラの大規模な拡張がみられたが、アメリカは総額でも、人口一人あたり投資額でも加盟国のなかで突出していた。

投資の中心はインターネット用の基幹通信網の

整備、無線通信のデジタル化、そして地域通信への参入を目的とするインフラ整備にあった。とくに、競争の激しい長距離通信では、データ通信需要の増大に応じて全国的な光ファイバーの敷設競争が行なわれ、その総延長距離は97年末から2001年末までに5倍、回線総容量も500倍に増加したと予測された。この他、CATV網の近代化や携帯など無線用設備の拡大、デジタル加入者線(DSL)などブロードバンドと呼ばれる大容量の通信回線も延長された。このように通信のフロンティアをめぐって有力企業間でわれ先に展開された事業拡張は、「ゴールドラッシュ」の再来とまでいわれたほどだった。

ところが90年代末になると、楽観的な需要見込みの誤りが明らかになる。通信需要は1年間に2倍というかなりの増加をみせたものの、当時流行した100日で2倍という見通し(これを提唱したのはワールドコムのエバース前CEOだった)には達しなかった。このため、2000年初頭には長距離ネットワークの稼働率は2.5%まで低下した。さらに、全国には1,300余りの地域通信会社と14の長距離会社が存在したが、経済が支えられるのは前者では300~500、後者では5~7ともいわれた。当時、アメリカ経済全般が過剰設備とその整理という難問に直面していたが、通信産業においてその程度はもっとも深刻であり、その整理までには最低でも2年を要するとの悲観論が支配的であった。この結果、通信投資は長期にわたって大幅に削減され、それは通信機器産業ばかりか、半導体やコンピュータ産業をも直撃し、IT不況の長期化を生み出した。

大規模な設備過剰の表面化により、競争激化のためすでに下落していた長距離通信料金はさらに低下した。初期投資は巨大だが、サービス費用はきわめて低いというコスト構造もこれを可能にした。加えて、設備投資資金の返済負担の増加が企業収益をさらに悪化させた。ある推計によると、アメリカの通信会社は90年代後半の巨額の



「9.11」はアメリカ社会に深い傷跡を残した（2002年9月11日、マンハッタン教会前にて撮影）

投資のほぼすべてを社債発行とその他の借り入れでまかなっていたのであった。しかも、これと相前後してネットバブルが崩壊し、テレコム会社の株価は急激に低下した。

株価の下落は通信産業に大打撃を与えた。それはまず、ベンチャー・キャピタルの投資や新規株式公開など資本市場を通ずる資金調達を困難にして、新興の通信会社やインターネット・プロバイダー、DSL専門メーカーなど小企業の破綻を誘った。また、自社株の高騰を利用して攻撃的なM&Aを繰り返し、業界の垣根を越えて大手へと成長した会社も、その成長の継続が困難になったばかりか積極経営の重い負担にあえぐ有様になった。ワールドコムのような有数の巨大企業ですら、実質的に赤字となるほどの収益悪化が業界に広がった。それゆえ通信業では、人為的にも収益と株価を維持するため、不明朗な会計操作に

走る企業が多くみられたのである。

しかし、粉飾決算の問題は通信業に限られたことではない。周知のように、その嚆矢はエネルギー・トレーディング会社のエンロンだった。ここでも高株価を前提とした積極経営の無理が株式ブームの終焉によって暴露されるのを防ぐため、複雑な金融操作と粉飾決算が行なわれた。最近では、さらに同様な例が明るみに出ている。ここまでゆくと不正経理という問題は、90年代におけるアメリカの企業経営のありかた一般と深いかわりがあるようにさえ思われた。

4 不正経理問題とコーポレート・ガバナンス

90年代のアメリカ経済の再生を支えた要因のひとつは企業経営の変革にあった。それは「株主価値」を経営目標として重視し、株主へのリターンを極大化、すなわち株価の引き上げを最優先する「株主資本主義」への転換であった。

資金調達および企業買収の場として、株式市場に多くを依存してきたアメリカ企業は従来から株価重視の経営姿勢が強かったが、この傾向は80年代後半以降にいっそう高まった。投機的利益を求めるM&Aブームが荒れ狂ったこと、一部はそれと重なるが、株式保有が年金基金や投資信託など機関投資家へ集中し、彼らが投資リターンの改善を求めて経営陣への圧力を強めたからであった。実際、90年代初頭の不況期には、経営不振に陥ったGMやIBMなど一流大企業の最高経営責任者（CEO）が、社外取締役を中心とする取締役会によって解任させられた。かくて経営者はダウンサイジングやリストラクチャリング、M&AからIT予算の増額など「経営革新」に走り、株価の引き上げをめざすビジネス・モデルを競って採用した。

これらは景気拡大との好循環を通じて、企業収益と株価の高騰という成果を生み出した。それゆえ、社外取締役を中心に株主の代表たる取締役会を強化して経営をチェックし、利益と株主へのリターンを極大化する、アメリカ的コーポレート・ガバナンスが世界の範としてもはやされた。その欠如こそ、わが国の企業が長期にわたる不振から脱出できない最大の原因であるとの声も強まった。

ところが、エンロンやワールドコムを筆頭とする不正経理事件はこれらのイメージとは異なるアメリカ企業像を描き出した。たしかに表面に出た

のは、少数のいわば成り上がり企業にすぎなかったが、そこでは傲慢で「強欲な」CEOが独裁的な権力を行使して私腹を肥やし、粉飾決算に走る姿があった。そのうえ、他の伝統ある大企業にも会計疑惑が広がった。世界に冠たる経営情報の開示にも抜け穴があった。

さらに重要なことは、社外取締役を筆頭に、監査法人、証券アナリスト、格付機関、さらには監督当局などが経営を監視しなかったことである。そのみならず、監査法人はむしろ「創造的会計」を提案する積極的な共犯者となり、監督当局者や政府高官は当該企業から献金を受け、その利益に奉仕したのではないかと疑われた。まさに、仲間うちの利益のみを擁護する「クローニー資本主義」のアメリカ版ですらあった。

このようなイメージと現実とのずれの原因はどこに求められるのだろうか。まず、アメリカ的コーポレート・ガバナンスへの過大な評価があった。その典型は社外取締役の役割である。彼らは70年代以降の企業批判の高まりに応え、経営刷新の切り札として導入され、いくつかの大企業では期待された効果を発揮した。だが、その反面、彼らの多くが他社のCEOなど多忙な人々からなり、かつそれに就任する有形無形のメリットが大きいこと、さらに大企業ではCEOの7割程度が取締役会会長を兼務し、彼らが取締役候補者のリストをつくる。とすれば社外取締役がどこまで経営をチェックできるのか、当初から疑問の声もあがっていた。

しかし、より重要な原因は、90年代の株式ブーム期に経営者と機関投資家の利害が一致し、株価引き上げを最優先する経営姿勢が強められたことにあった。自社株の高騰は資金調達や人材確保、企業買収を著しく容易にし、経営者に絶好の成長機会を提供した。後に不正経理で問題となる企業の経営者は例外なく、これらを駆使してめざましい拡大に成功した。そのカギは株価にあったから、「数字」が至上命題となった。

IT不況以後の経営不振も粉飾決算の必要性をさらに高めた。しかも、経営者報酬の一部にストックオプションが普及した。取締役会が経営者を監視するもっとも有効かつ低コストな手段として、彼らを株主にし、両者の利害を一致させようとしたためである。これによって経営者の報酬は株価と直接リンクされたから、株価引き上げを自己目的とし、不正経理もいとわない経営者も生まれることになった。

最後に、株主ないし取締役会の経営陣に対する監視が弱まった。90年代初頭に「株主反革命」が生じた最大の理由は株主へのリターンの低下にあった。

それゆえ、株価の上昇によって株主が巨大なキャピタル・ゲインを獲得し、重役報酬が増加すれば株主も社外取締役も満足し、多くの企業の取締役会は再び鳴りを潜めることになったのである。

株式ブームはまた、401K制度などを通じて従業員の年金基金を大幅に膨らませた。監査法人や証券会社の業績も高株価に潤う顧客企業に左右されるから、それに所属する公認会計士やアナリストが高株価に水を差すような行動をとることは難しい。むしろ高株価を演出する脇役を演じた。こうして株式ブームはステークホルダー間に株価引き上げの運命共同体をつくりあげ、経営への監視を弛緩させることを通じて、不正決算への道を開いたのである。

● むすびにかえて

現在、アメリカの景気指標は明暗とりまぜ、一進一退の状態にある。住宅や自動車の販売は依然として活況を呈しているが、その他の個人消費は弱含みに転じつつある。株価は神経質な動きを繰り返し、生産や雇用の伸びもはかばかしくない。設備投資に対する慎重な姿勢はなおつづき、

IT不況からの回復も道半ばである。加えてイラクへの軍事行動に対する懸念が高まるにつれ、景気の先行きはますます不透明になっている。景気談義の焦点も、「二番底」の可能性に移っているかのようである。

このように、アメリカ経済はなお90年代末のバブルの後遺症から抜け出せないでいる。

そのうえ、バブルのいまひとつの後遺症である不正経理問題が株価の行方に暗い影を落とし、景気の足を引っ張る一つの要因になっている。こちらのほうが問題としては深刻である。「株式資本主義」の根幹をなす会計数字に一度広がった疑惑を払拭するにはそうとうの時間を要するだろう。

より重要なのは、90年代に経営者と機関投資家との利害一致のもと、株価の上昇を最優先する経営姿勢が格段に強まり、それがコーポレート・アメリカを統合するもっとも有力な手段となったことである。もちろん今後は、株式ブームの崩壊と粉飾決算によって大きな被害を受けた株主が経営に対する監視を再び強めるであろう。

制定された新法や提案されている会計規則の変更も、粉飾決算のペナルティーを高めるに違いない。しかし、株主重視の経営姿勢そのものへの疑問の声はほとんど聞かれない。株価を重視すればするほど会計操作の危険性は高まる。これをどこまで制御する枠組みをつくりだせるか、アメリカの経営システムの命運の一つはこの点にかかっているのである。

(2002年10月10日)