

書評

Andrew Smithers 著 [2013]

*The Road to Recovery: How and Why
Economic Policy Must Change*

(Wiley)

渡部 亮

企業金融や金融業務に関して様々な思索を触発される好著である。著者のアンドリュー・スミザーズは、往年のマーチャントバンク、SGウォーバークで活躍したあと、現在は英国で経済コンサルティング会社を経営している。先進主要国の国民所得統計と資金循環統計を丹念に追跡し、実証分析によって自説を展開する硬骨のビジネスエコノミストである。

著者は通説 (conventional wisdom) に囚われず、独自の見解を打ち出すことでも知られる。たとえば2000年ネットバブル崩壊の予想を的中させたり、リーマンショックに至るまでの米国連邦準備制度 (FRB) の融和的な金融政策を強烈に批判したりしたことで知られる。また銀行の自己勘定トレーディング業務や、「大きすぎて潰せない」巨大金融機関の出現を許した金融行政などに対しても批判的である。

1. ボーナス報酬が諸悪の根源

本書の問題意識は、米英企業の経営者の報酬制度が、経済成長や資金循環を歪めているというものである。その報酬制度とは、株主資本利益率 (ROE)、一株当たり利益 (EPS) の成長、株価上昇などにスライドしたボーナスが報

酬の大半を占める米英の労働市場慣行である。

この報酬制度は近年、企業金融における二つの特徴的な現象を引き起こしており、それがひいては米英経済の停滞の原因ともなっている。特徴的現象の第一は、企業分配率が歴史的な高水準にあること、換言すれば労働分配率が歴史的な低水準にあることである。ここで企業分配率とは利潤分配率とも呼ばれ、本書の図17および22では、利払い前、減価償却前、税引き前の利益 (EBITDA) の GDP に対する比率で示される。米国の場合この企業分配率 (利潤分配率) は、2007~08年の一時的な落ち込みを除き、2000年以降一貫して上昇している。

第二の特徴的な現象は、企業分配率の上昇にもかかわらず、設備投資の GDP 比率が低水準にあることである。本書では図15が米国の民間設備投資の対 GDP 比率を示す。この比率は、2007~08年の一時的な上昇を除き、2000年代以降低下を続け、直近では歴史的な低水準にある。

現代の先進国経済の問題は、リーマンショック後の景気回復力が鈍いことだが、著者は、上記の二点がリーマンショック後の景気回復力の弱さの直接的原因であり、その背後には株価にリンクした報酬制度が存在すると主張する。な

ぜ直接的原因かという点、第一に企業分配率の上昇（労働分配率の低下）は家計消費を不活発にさせるからであり、第二に高水準の企業分配率にもかかわらず設備投資が手控えられるので、全体的に民間需要が弱いからである。

第一と第二の点に加えて企業金融面の第三の特徴は、企業の手元流動性が歴史的な高水準に積み上がったことである。企業が流動性選好を高め、いわゆる流動性の罠に陥っている。こうした状況下では、ケインズ政策の処方箋は財政政策の発動を説くが、米英経済の場合、過剰供給能力が存在するわけではないし、ましてや財政赤字や政府債務を削減しなければならない。著者がいうように、景気低迷の原因が報酬制度にあるとしたら、ケインズ流の財政政策は無効である。

本書は、現在流行の長期停滞論の一種といってもよいが、通説が、停滞の原因として機械設備（特に情報通信機器）による労働代替とそれによる雇用減少をあげるのに対して、著者の見解は、逆に労働による資本（機械設備）代替を強調する点でユニークである。著者によれば、現在の景気低迷は報酬制度といった構造的要因に起因するから、企業経営者が血気を取り戻し、家計が楽観的になれば景気が回復するというような循環的一時的現象ではない。

2. 配当や自社株買いの重視

著者は、高い企業分配率（利潤分配率）と低調な設備投資の原因が、株主資本利益率（ROE）や一株当たり利益（EPS）の増加、株価などにスライドした報酬制度にあるとする。しかも現代の経営者は、株主利益の向上といった点で厳しい評価を受け、短期的に株主利益を向上させないとすぐに更迭される。そのため経

営者の在任期間は短く、積極的な設備投資によって長期的な利益増加を目指すよりも、短期的な利益増加を目指すインセンティブが働く。

皮肉なことに、こうした報酬制度（特にストックオプション）は、エージェント（経営者）とプリンシパル（株主）との間の利益相反問題を解消する試みとして導入された。しかし結果的には、この報酬制度が株主の長期的利益を損なっている。最近では、社債発行によって調達した資金を使って自社株を買い入れる一方で、経営者や幹部社員へストックオプションを付与する形で自社株を交付する企業も多い。このことは、負債増加によって報酬を賄っていることを意味するわけで、健全な財務経営とは言えないであろう。

もうひとつ著者が強調している点は、企業会計上の公表利益が過大に計上されるという問題である。時価会計制度の導入によって、保有資産の評価益が期間利益に算入されるようになった結果、企業会計上の利益は、国民所得統計上の企業利益を上回るようになり、その分、配当や自社株買いを増やすことも可能になった。

損益計算書上の利益に加えて貸借対照表上の資産も水増し計上されている。公表ベースの財務諸表をもとに社債の信用リスクを評価する格付け会社の格付けも、信用リスクを過小評価している可能性がある。企業経営者は、数年間に一度、思い切った不良資産償却といった形で減損処理を行い、利益を減額する。たとえば2008年第4四半期にS&P500社の損益計算書が大幅損失を計上したが、同時期の国民所得統計上の企業利益はそれほどには落ち込まなかった（本書の図79）。また本書の図12が示すように、2000年代以降、財務会計上の公表利益の変動が激しくなったが、国民所得統計上の利益の変動

はそれほど大きくない。思い切った減損処理を実施すれば、その翌年には一転して「大幅増益」を達成し公表できるわけで、それによって経営者報酬の増額も正当化できる。実際、リーマンショックの1年後（2009年後半）には、S&P500社の財務会計上の公表利益が一転して急増した。これは、図表83が示すように、財務会計上の利益が資産再評価によって大きく歪められていることを意味する。こうした点に関する統計処理は本書の第9章に詳述されている。

3. 設備投資と値下げを回避

設備投資は長期的な利益成長を可能にするが、短期的には減価償却費の増大によって利益を圧縮する。また値下げによって長期的に市場シェア拡大を図る経営戦略をとると、短期的にマージン率が低下し利益が減少する。実際、現代の巨大企業は寡占的な製品市場で圧倒的なシェアを持っており、価格支配力が強いから値下げをせずに済む。わざわざ必要以上の設備投資によって余剰生産能力を構築すれば、価格低下圧力を生んで利益が減少し、経営者みずから墓穴を掘ること（報酬減額）になりかねない。したがって企業経営者は、長期的な利益成長につながるような設備投資や値下げを差し控えるのである。

評者が別の表現を用いて解説すれば、米英の企業経営者は、株主への分配（配当や自社株買い）を増やすために、フリーキャッシュフロー（FCF）を極大化させる傾向が強いともいえる^(注)。FCFを増やすために、設備投資（投資キャッシュフローの流出）や製品価格の値下げ（営業キャッシュフローの減少）を回避するのである。

もちろん米国企業の中にはアマゾン・ドット

コムやテスラ・モーターズのように、盛んな設備投資戦略や低価格戦略を打ち出し、ほとんど利益を計上していない新興企業も多いが、著者の視野にはそうした新興企業は入っていない。もっとも新興企業のなかには、グーグルやフェイスブックのように、経営者が複数議決権付きの種類株式を保有し、株主からの利益向上圧力を遮断するものも多く、利益が出なくても株主から批判されずに済む。ジョン・ブレンダーによれば、こうした新興企業は経営者と従業員の利益を重視し、外部株主は譲渡益（株価上昇）だけを期待するといった意味で、往年の日本企業に似ているという。（2014年1月27日付けフィナンシャルタイムズ紙）。これはコーポレートガバナンス上のあらたな問題でもあり、アクティヴィストと呼ばれる株主が、増配などを求めて議決権行使を図る事例も増えている。

（注） 企業会計上のフリーキャッシュフロー（FCF）は、資金循環統計上の企業部門の資金余剰にほぼ対応する。そして企業部門の資金余剰は、同部門の純貸出し（net lending）の増加を意味し、国民所得統計では、企業部門の貯蓄超過に対応する。FCFは配当、自社株買い、債務返済など、いわゆる財務キャッシュフローに充当される。特に米英では配当よりも自社株買いのウェイトが大きく、2013年の自社株買いの総額はGDP比で2.3%に達した。本書の図48が示すように、投資主体別の株式売買状況を見ても、90年代後半以降、法人企業が最大の買越し部門となっている。

4. 日本との違い

1980年代の日本における資産バブルでは、企業部門による資産投資が主役であった。そしてバブル崩壊後、日本企業は設備の過剰、人（従業員）の過剰、債務の過剰といった三つの過剰

を抱え、この三つの過剰を解消するのに10年以上の時間を要した。一方米英の場合には、バブル醸成の主役は家計部門の住宅投資であって、企業部門には過剰設備は存在せず、製品需要の増加に対しては雇用増大という人海戦術で対応した。そのため過剰な設備を削減する必要はないし、過剰な雇用の整理も、日本に比べれば実施しやすい。

現在では日本企業も、三つの過剰を相当に整理した結果、米国同様に企業部門に資金余剰（貯蓄超過）が存在する。しかし企業設備投資のGDP比は米国に比べればはるかに高い。著者によれば、日本の企業貯蓄の太宗は大規模な減価償却引当金にある。このことは、資金循環統計では家計部門に分類される個人企業に関しても妥当する。税制上過剰なまでの減価償却引当が容認され、減価償却費計上によって実効法人税率を引き下げているのである。その半面、企業貯蓄に占める税引き後利益の割合は少なく、税引き後利益が少ない分、株主への配当も少ない。過大な減価償却引当によって株主利益が損なわれているともいえる。日本企業の設備投資はおおむね減価償却費の範囲内に収まっており、高齢化とそれに伴う需要減少を考慮すれば、現在以上に設備投資をする必要もないと著者は論ずる。

日本の政府部門の貯蓄不足（財政赤字）を削減するためには、企業部門の余剰資金を何らかの方法で政府部門に移転する必要がある。そこで日本経済に関する著者の政策処方箋は、減価償却引当を税法上厳しく限定すると同時に、法人税率を引き下げて税引き後利益を増やし、それによって配当を増加させる。そうすれば株式市場に好影響が及び、資産効果が働いて家計消費も増加し、ひいては消費税率が増えて財政収

支も好転するであろう。

ちなみに著者は日本企業の利益率に関しては、楽観的かつ好意的である。通説では「日本企業の株主資本利益率（ROE）は欧米企業に比較して低い」とされるが、日本企業の公表利益は、過大な減価償却引当やデフレによる収益減（名目売上の減少）によって過小評価されており、そうした歪みを調整すれば、それなりの高水準にあると著者はいう。

5. 経済政策の処方箋

著者によれば、当面の先進国経済の窮状を打開するためのマクロ経済政策の処方箋は、ユーロ圏と米英とで大きく異なる。ユーロ圏の場合には、過剰な供給能力が存在するので、ドイツを始めとする経常収支黒字国が財政支出を拡大することによって需要を創出すべきである。ユーロ圏の窮状打開のためには、南欧諸国に緊縮政策を迫るだけでは限界がある。

しかし米英の場合には、過剰な供給能力は存在しない。むしろ米英企業は設備投資を控えて、資金余剰を蓄積してきた。設備効率（限界産出係数）も低下し、一定の経済成長率を維持するために必要な設備投資の額が増加している。それにもかかわらず設備投資は増加していない。加えて米英では、リーマンショック以降、大幅な財政赤字によって政府部門の資金不足が拡大した。したがって窮状打開のためには、政府部門の資金不足の背後にある企業部門の資金余剰を解消しなければならない。換言すれば、米英の場合拡張的な財政政策は不況脱出の役に立たない。

企業部門の資金余剰（貯蓄超過）を解消するためには、企業のマージン率を引き下げる（営業キャッシュフローを減少させる）か、設備投

資を増加させる（投資キャッシュフローの流出を増やす）必要がある。しかし政府部門の資金不足削減を企業部門の資金余剰削減といった形で、企業部門にだけ一方的に負担させると、マージン率が低下して不況が深刻化する。そこで政府部門の資金不足の調整は、米国の経常収支赤字削減（外国部門の貯蓄超過削減）といった形で、部分的にせよ外国部門が負担する必要がある。幸いなことに米国の場合、シェールガスなど新エネルギーの開発によって経常収支赤字が減少しているため、部門間の資金過不足の調整が円滑に進む可能性はある。

世界経済の均衡回復といった観点からも、米英の財政赤字と経常収支赤字はともに削減すべきであり、それに対応する形でドイツや中国が経常収支黒字を削減すべきである。特にドイツの財政収支は均衡しているため、ユーロ圏周縁国の救済といった意味でも、拡大的財政政策を打ち出すべきである。著者は、国際収支不均衡の調整負担は黒字国も担うべきであり、そうした黒字国負担を強制するには、米英がドルやポンドの実質実効為替レートを引き下げる方向で為替市場介入することさえも是認されるべきであるとする。これまで米英の拡張的経済政策に便乗してきたのはドイツや中国であり、ドルやポンドの実質実効為替レートを引き下げても、それは近隣窮乏化政策には当たらない。この点において著者の主張は過激かつ急進的である。

6. 企業分配率の高止まり

経営者報酬を高めるといった米英の財務経営は、国民所得に占める企業分配率（利潤分配率）の上昇と労働分配率の低下をもたらした。米国の場合、長期統計をみると企業分配率は平均的にみて30%前後の水準で推移し、この水準

から乖離すると平均値に回帰する傾向（mean reverting）が、少なくとも2000年代に入るまでは存在した。これは規模に関する収穫逓減の法則によると考えられる。たとえば雇用者数（労働投入量）を増加させても、生産量の増加ペースは逓減するので、労働生産性が低下して、労働分配率も次第に低下する。

しかし本書の図17が示すように、こうした平均回帰の傾向は2000年代に入り消滅した。というのは、経営者が設備投資を手控えた結果、労働者一人当たりの資本装備率が上昇せず、労働生産性も上昇しないので、労働分配率が低いまま据え置かれたからである。本書では図119に米国の労働生産性の伸び率が示されるが、民間設備投資の対GDP比率と同様に、生産性の伸び率は2007～08年以降低下し、直近では歴史的低水準にある。

現代の米英企業の場合、機会費用としての資本コストが、企業財務の教科書でいう期待投資利益率ではなく、短期的な役員報酬によって影響を受ける。経営者からみれば、報酬減少につながるような設備投資（FCF減少）は割に合わない。そういった意味で、設備投資の機会費用が高いのである。証券アナリストが企業財務の教科書に基づいて計算する資本コスト（期待投資利益率）は、近年の低金利で低下しているはずだが、現実には設備投資の盛り上がりが見られない。それは経営者実感としての機会費用が高いためである。

企業は資本装備率を高めるよりも、人海戦術によって製品需要の増加に対応しようとする。だから米英では低成長下でも雇用が比較的堅調である。2014年に入り、足元では失業率が低下しているが、企業分配率（利潤分配率）が平均値に回帰（低下）する現象（mean reverting）

は現在に至るまで起きていない。

7. ハイリスク・ハイリターンの金融業

企業分配率が平均値に回帰しないという事実に関連して、著者があげているもう一つの理由は、米英経済に占める金融業のウェートの大きさである。金融業は資本集約的な産業であり巨額の資本を必要とする。そして資本を吸引するためには、資本に対するリターン（投下資本利益率）が高くなければならない。

ハイリスク・ハイリターンの産業である金融業のウェートが高まった結果、経済全体として投下資本利益率と企業分配率が高位に固定化するようになった。特に近年、銀行の寡占化が進行し、上位数行のシェアが増大した。FDICに加盟する銀行数は、1990年の12347行が2012年には6096行に半減している。

著者によれば、経験上銀行収益には偏りや惰性があり、好決算が何年間か継続した後、短期間の激しい減益や損失に見舞われる。好決算の最中には経営者報酬が急増するが、損失が発生しても以前に受領した報酬を返済するわけではない。しかもハイリスクが表面化して破綻した場合、銀行救済の負担を負うのは、往々にして納税者である。そのため銀行経営者やトレーダーは高いリスクをとって投下資本利益率を高め、それによってみずからの高額報酬（特にボーナス）を正当化しようとする。

もっともこの点に関して評者が思うには、リーマンショック以降、銀行の公益性が重視されるようになり、自己資本比率引き上げや自己勘定トレーディングの制限、安易な拡大戦略の見直しなどを迫られている。また欧州では銀行経営者の報酬制限（ボーナスを固定給与の範囲内に限定）なども導入された。というのも、銀

行破綻は实体经济に壊滅的打撃を与えるし、高額報酬で有能な人材を雇用すると、他産業で人材払底を引き起こすからである。また複雑な金融商品には売り手の銀行だけにしか分からない欠陥（レモン）も多いので、自由放任にはできない。欧米における近年の金融規制強化の背景には、こうした一般的認識がある。

8. 資産バブルの防止策

金融危機の可能性は常に存在するし、著者が第10章で指摘するように、いつ資産バブル崩壊や危機が起きるかに関して、そのタイミングを的確に予想するのは不可能である。20世紀以降の大きな資産バブル崩壊は、①1929年から30年代初頭にかけての米国市場、②1990年初頭の日本市場、③2007～8年の米国市場で起きたが、その前夜には民間部門の負債が急増していた点で共通する。

しかし①では株価暴落が主役であり、住宅価格は比較的安定していた。また②では株価暴落が先行し、不動産価格下落はその後しばらくしてから起きた。③では住宅価格暴落が先行し、その後に株価が急落した。このようにどの資産価格が急落するか、その順序は一定ではないし、また資産バブルは株式や不動産など特定の資産クラスに限定されるわけでもないという。

今後は、国債市場でバブル崩壊が起きる可能性もある。特に中央銀行が国債を買い入れる量的緩和政策は早急に中止する必要があると著者は主張する。足もとで米国の株価が上昇し、また非金融企業の債務が増加しているのも危険な兆候である。特に社債発行額が急増している。次に金融危機が発生した場合、もはや財政金融政策によって金融市場の混乱を收拾する余裕は

ないので、要注意である。

バブル崩壊や金融危機がいつ起きるか予測できない以上、危機回避の要諦は債務を増加させないことである。1930年代の大不況も現在の長期停滞も、金融危機によって引き起こされた。そして金融危機の直前には資産バブルとその崩壊が先行していた。さらに資産バブルが民間部門の負債急増によって支えられていた点でも共通する。ということは、資産価格の高騰を事前にチェックするとともに民間部門の負債増加を防止することが、危機回避といった観点から不可欠である。この点に関して不幸なことは、効率的市場理論の発展が、資産価格の高騰をチェックする鑑識眼を狂わせてしまったことである。そして一度増加した債務の実質負担を、インフレ率の緩やかな上昇によって軽減することができるかどうか、不確かである。以上が著者の資産バブルに関する評価である。

9. 資金過不足是正の方策

さて今後の施策としては、財政赤字の縮小にあわせて企業部門の資金余剰 (FCF) を減少させねばならない。FCF を減らすには、①設備投資の増加 (投資キャッシュフローの流出)、②マージン率の引下げ (営業キャッシュフローの減少) が必要である。マージン率を下げると、設備投資が減少する可能性もあるが、著者によれば、過去データの実証分析では、①と②は必ずしも背反しない。本書の図10が示すように、1945～1980年には設備投資の GDP 比率が上昇したが、マージン率や企業分配率は低下した。また1981～2001年には設備投資の GDP 比率が低下したが、企業分配率は上昇した。現実の経営問題として「営業キャッシュフローが減

少したので投資はしない」というのでは、経営者の意思決定はあまりにも短絡的である。設備投資の意思決定は将来利益の予想に基づくものであり、投資採算の判断が経営者の役割だからである。しかし本書が主張するように、経営者の側にみずからの短期的報酬増加という動機が存在するとすれば、短期的に FCF を削減するような行動 (たとえば設備投資の実行) を回避することが考えられる。

米英の経営者は、配当や自社株買いによって株価を高め、それによってみずからの報酬を高めようとするので、設備投資や製品価格の値下げよりも、株主への分配を増やす傾向がある。企業設備投資の GDP 比率は特に2000年代に入り低下したが、このことが米英経済の最大の問題である。

政策の処方箋として著者が推奨するのは、経営者報酬を利益ではなく、設備投資や生産物などの指標にリンクさせ、経営者のインセンティブを変えることである。また負債の支払い利子の損金算入制度も改めなければならないし、効率的市場理論や市場神話を礼賛する経済理論も見直すべきだと著者は主張する。

評者が思うに、企業経営者の貪欲さが経済全体の利益向上に資することを強調したのはアダム・スミスだが、同時にスミスは『道徳感情論』のなかで共感という人間感情を論じ、経営者のような指導者が不善や悪徳に走ると、指導者に共感を寄せる社会構成員が同様の行動をとる可能性があることを戒めた。現代の企業経済は、まさにそうした問題に直面しているのかもしれない。

(法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)