

Contents

特集：米国経済を取り巻く3つの不安	1p
<今週の”The Economist”から>	
"Another cowboy bites the dust" 「またも倒れたカウボーイ」	8p
<From the Editor> 「サマータイムの勧め」	9p

特集：米国経済を取り巻く3つの不安

世界がワールドカップに熱中していた先週、ワールドコム社の粉飾決算発覚が米国の株式市場を揺さぶりました。米国の株価重視経営を支えてきたのは、企業経営の情報開示と、それをチェックする二重三重の仕組みに対する信頼感。エンロン以来の相次ぐ決算疑惑は、それらの機能不全を意味しています。これは米国経済の根幹にかかわる問題です。

つまるところ一連の企業不祥事が意味するものは、「企業会計への不安」と「景気先行きへの不安」という2点に尽きると思います。これに加えて「テロへの不安」という3つの不安要素が、当面の市場における最大の関心事ということになるでしょう。

それでも、筆者は米国経済のゆるやかな回復という従来からの見通しを変更する必要を感じていません。むしろ、「不安だけで経済が崩れることはない」という経験則に信頼を置きたいと考えてます。

度重なる企業の不祥事

今年1月、クルーグマン教授はNew York Times紙上のコラムで、「エンロン・スキャンダルは9・11よりもアメリカにとってのターニング・ポイントになるだろう」と予言した。当時はまだテロのショックも生々しく、コラムには相当な反発が寄せられたそうだが、今では反論は少ないだろう。なにしろ現在の米国人は、テロの再発よりも経済の先行きを心配している。そしてワールドコム・ショックの後、NYダウは9000ドル割れ、ナスダックは1400p割れを経験している。これはもう内なる危機以外のなにものでもない。

さて、以下は疑惑発覚の直後、6月28日付けのクルーグマン教授のコラムから。

コラム”Flavors of Fraud”（粉飾の香り）から

あなたは儲からないアイスクリーム屋さんだとする。ではどうやって金持ちになったらいいか。いいお手本がたくさんあるじゃないですか、最近の企業スキャンダルの中に。

- (1) エンロン作戦：顧客に対して向こう30年、毎日1個ずつアイスクリームを売る契約を結ぶ。そうすれば1個当たりのコストは低下する。そこで将来にわたって予測されるすべての利益を、今年度の経常利益として計上する。突如として高収益のビジネスに見えるので、株価を上げることができる。
- (2) ダイナジー作戦：アイスクリームはこれから儲かるようになる、と投資家に信じ込ませる。そして他のアイスクリーム屋さんと秘密協定を結び、お互いに膨大な数のアイスクリームを売買する。もちろん紙の上だけの取引でいい。するといかにも大手のプレイヤーに見えるので、株価を上げることができる。
- (3) アデルフィア作戦：顧客と契約を結ぶが、今度は収益性よりも契約数を投資家に印象づける。想像上の取引を作るのではなく、想像上の顧客を発明するのである。契約者数が急増するにつれてアナリストが推奨してくれるので、株価を上げることができる。
- (4) ワールドコム作戦：架空の売上を作る必要はない。クリームや砂糖、チョコレートシロップなどの毎日の経費は、新しい冷蔵庫を買ったということにして、なかったことにする。儲からないビジネスは、帳簿上は高収益ビジネスになるので、新しい機器を買うためにどんどんお金を借りられるようになる。そして株価を上げることができる。

なるほど数え上げてみると、米国企業の不祥事は今年上半期だけでも相当な数になる上に、手口もさまざまであることがよく分かる。エンロンは実態のない特別目的会社（SPC）を乱立し、簿外取引によって経営の実態を隠していた。同業のダイナジーやCMSエナジーは、不透明な電力取引で収入を水増ししていた。

とくにIT関連企業での不祥事や倒産が目立つ。今年1月には、国際通信大手のグローバル・クロッシングにおいて、元従業員の告発によって不正経理が表面化して、経営破綻に至った。CATVの大手、アデルフィア・コミュニケーションズは、ファミリー企業に対する債務保証でCEOが退任に追い込まれ、これも経営破綻。電子部品のタイコ・インターナショナルも、会計処理の問題から元CEOが逮捕されている。クエスト・コミュニケーションズは、他社と回線を相互売買して収益を嵩上げた容疑で、SECの調査を受けている。

そしてワールドコムに至るわけだが、かつて60ドルをつけたこともある同社の株価は、今週は8セントにまで下落した。これだけで1000億ドル以上の資産が失われた計算になる。なにしろ年間売上高が212億ドル、社員数8万人、顧客は2000万人という巨大企業。経営が破綻すれば、間違いなく通信業界では史上最悪ということになるだろう。

不信はどこまで続くか

ここまで続くと、単なる企業会計にとどまらず、株式市場に関するすべてのことが疑わしく思えてきてしまう。米国の企業経営者は貪欲であり、監督当局の目は節穴であり、監査法人は経営者と共謀し、格付け機関は株価が下がるまで動かず、企業アナリストは会社の危機を知りつつ「買い」推奨を行っていた。これでは投資家はたまったものではない。

ブッシュ大統領は、7月9日（火）にウォール街で重要演説を行う予定だという。企業責任と公明正大な企業会計を訴えて、投資家の信頼感を取り戻す狙いである。ブッシュは以前、「企業の95%は正確な情報開示をしているが、一握りの腐ったリンゴのために経済界全体の信用が損なわれている」と述べている。エンロンやワールドコムのようなリンゴはほんの一部だという認識だ。

善悪をはっきりさせたがるブッシュらしい発想だが、事はそう簡単ではないだろう。テロとの戦いであれば、ビンラディンなり悪の枢軸なりを屈服させれば目的は達成される。だが、これはウォール街のシステム全体の問題であって、ごく一部の悪質な経営者を排除すれば解決する問題とは思われない。よく言われているように、「投資家の信頼を取り戻すには長い時間がかかる」ことになるはずだ。

しかし、信頼回復が果たされるその日まで、株価がまったく戻らないということも考えにくい。テロの恐怖や狂牛病といった命にかかわる問題でさえ、半年も経てば忘れてしまうほど、人間というのはタフな生き物である。企業会計への不信という問題についても、有名な相場の格言である「知ったらしまい」に近い瞬間が来るのではないだろうか。

ではいつになったらターニングポイントが来るかといえば、経験則からいって、関係者の誰もが「これ以上、驚くことはない」と思うような象徴的な事件の日となるだろう。日本でいえば、1991年にいわゆる証券不祥事の問題があったが、日経新聞が「損失補填企業リスト」を掲載した瞬間がそれに当たる。米国の企業会計不安に対しても、「悪材料出尽くし」となる日が必ずあるはずだ。

現時点では、米国の企業不祥事ドミノがもう峠を越した、という感触はほとんどない。では、どこまでいけばこの不信の連鎖が打ち止めになるのか。想像力をたくましくしてみると、最後は疑惑がGEに及ぶかどうかではないかと思う。

とくに深い根柢があるわけではないが、GEは90年代のほとんどの時期において最大の時価総額を誇り、もっとも尊敬を集めてきた象徴的な企業である。しかし問題のSPCを初めて用いたのはGEであり、子会社のGEキャピタルはSPCを使った金融ビジネスで巨額の利益をあげてきた。

もしもGEのディスクロージャーに対し、同様の嫌疑が浮かぶようなら、それこそ一連の会計疑惑の本丸となるだろう。GEの潔白が証明されれば、そこがひとつのマイルストーンになって事態は快方に向かうはずである。あるいは仮に「GEよ、お前もか」となったところで、それはやはり企業不祥事ドミノの最終段階になるだろう。なにしろ、それ以上に驚くべきことがあるとは考えにくいではないか。

かつて、もっとも尊敬された経営者であるジャック・ウェルチ氏は、経営雑誌の編集者との不倫という意外な顛末で評判を落とし、カリスマの晩節は汚れたものになっている。筆者はウェルチ氏のファンであるし、GEに対して特段の情報も悪意も持つものではない。ただし、象徴的存在としての同社は、今後のこの問題のメルクマールになると思っている。

通信バブル崩壊の深さ

ワールドコム経営危機が示すもうひとつの不安は、米国経済の回復が思ったほどではないということだ。なにしろIT関連セクターの復活がない限り、米国経済が本調子に戻ることは考えにくい。日本などアジア各国においては、ワールドカップの効果もあってAV関連商品がよく売れるなど、むしろITセクターには明るい兆しが見えている。しかし今度の事件により、**米国の通信業界は深刻な問題を抱えている**ことがあらためて浮き彫りになった。

2000年にドットコムバブルが崩壊するまで、欧米の通信各社は楽観的な見通しの下で大型投資を続けてきた。BISのレポート「IT革新とファイナンス 金融システムへの影響」によれば、米国の通信業界は2001年までの4年間で4113億ドルの借入れを実施していたという¹。主な投資先は光ファイバー網。米国でもブロードバンドにかかる期待は大きく、動画をリアルタイムで送れる大容量超高速の回線が急速に普及するという見通しがもっぱらだった。しかし投下資金に見合う収益は上がらず、ワールドコムは粉飾決算を選択してしまう。金融機関にとっては、通信向けの過大な貸し出しが不良債権化してしまいかねないという危険もある。

そう聞くといやでも、日本における不動産向け投資との類似が想起される。バブル期の日本で、不動産、建設、ノンバンクの「構造不況三業種」が借入れた金額は41兆円。これが日本経済の「空白の十年」をもたらす主犯となった。米国においても、通信バブルの崩壊が同様の効果をもたらすのではないかと、という危惧が生じるのは無理からぬことであろう。

しかし以下の理由から考えて、**米国の通信バブルは日本の不動産バブルに比べれば被害は小さく収まる**だろう。

通信網は腐るものではないので、いずれは使い手が現れる。ワールドコムが保有するケーブル網も、捨て値となれば買い手がつくだろう。日本の不動産の場合は、中途半端な郊外の開発を繰り返した挙げ句に各地でスプロール現象を招き、商品価値を下げている。

IT革命は踊り場の状態にあるが、とにかく収益性の問題さえクリアできれば、いずれは復活するはず。通信業界においても、ブロードバンド化は確実に進むので、将来の需要に対して過度に悲観になる必要はない。この点で日本の不動産は、今後は人口が減少するので需要の増加が期待しがたい。

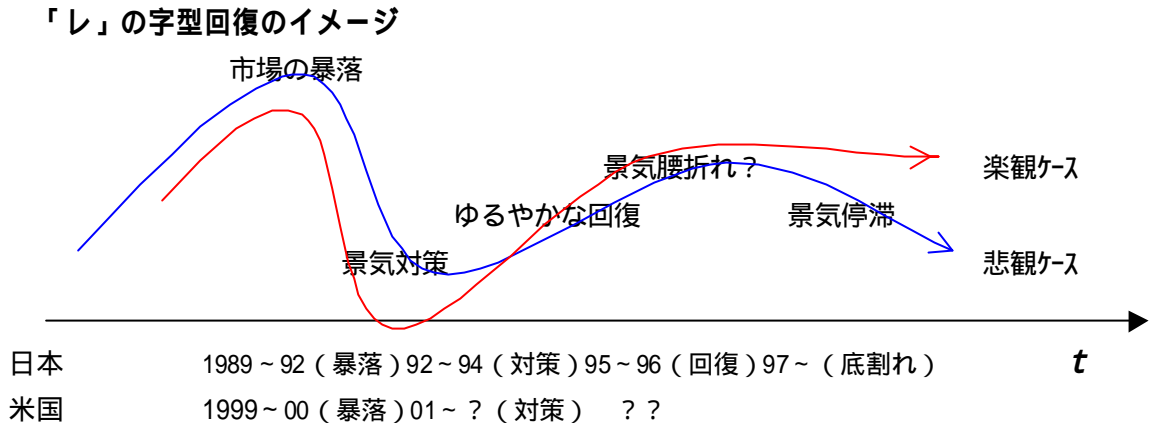
時価会計原則が徹底している米国では、バブルの処理が比較的、短期間で行われるはずである。日本の場合は、バブル崩壊の規模の大きさもさることながら、処理を先送りしたことが傷口を広げて今日に至っている。

米国の通信業界の不振は、たしかに日本の不動産バブル崩壊とよく似た性質を有するが、そのマグニチュードを同程度と見るのは考え過ぎだろう。

¹ 日経金融新聞7月2日「米通信、借入額49兆円」

「レ」の字型回復期の注目点

こうして見てみると、現在の米国経済はつくづく93～95年の日本経済と似ている。これは本誌が以前から何度も指摘している、「米国経済・レの字型回復説」通りの展開である。



93年から95年にかけての日本では、「55年体制の崩壊」「日米首脳会談の決裂」「阪神大震災」「オウム真理教事件」など、世間を騒然とさせる事件が相次いだ。株価は全般に低調に推移したし、為替は瞬間的に1ドル80円といった極端な水準まで動いた。その反面、経済指標はゆるやかな回復を示していた。実に景気は93年10月から97年5月までの長きにわたって、上昇局面を示したのである。

最近の米国経済は見事にこれに重なる動きを続けている。少なくとも鉱工業生産などの経済指標を見る限り、景気が二番底をつけるような気配は感じられない。今日の米国経済を覆っているのは、あくまでも「不安」という心理的な現象であって、实体经济は底堅い。その一方で、90年代の繁栄に対する反省を促すような事件が多いのは、不思議な符合としか言いようがない。おそらく当面の米国経済では、かつての日本のように「実感なき回復」と「不安定な金融市場」が続くのではないだろうか。

他方、日本のケースとは明らかに違う要素も少なくない。まず、米国の場合は、2001年後半の経済の落ち込みに対し、機動的な利下げと大規模な減税というベストな政策が打ち出された。これは「9・11」の効果もさることながら、連銀や米財務省が日本の失敗をよく研究していたことが手伝っている。おかげで今年第1四半期は、年率6.1%という高成長になった。もちろんこれは出来過ぎであり、4-6月はもっと穏やかな数字になるだろう。

さらに言えば、米国の場合は事件に対するレスポンスの速さが違う。エンロン事件以来、米国議会を中心にさまざまな再発防止策が議論されている。会計監査法人「ビッグファイブ」の一角を占めたアーサー・アンダーセンが、いきなり廃業に追い込まれるというのも米国ならではの迅速さといえる。日本の場合は1993年2月の時点で、すでに住専問題については指摘がされ

ていたにもかかわらず、問題が先送りされたのは周知の通りである。

結局、米国経済で今後「レ」の字型回復が続くとしたら、注目すべきは「米国版の構造問題をどこまで解決できるか」ということに尽きる。日本の場合は不良債権問題や国際競争力の低下といった構造問題が放置されて、空白の十年を招いた。米国の場合は経常赤字の巨大さ、貯蓄率の低さ、などの問題が残っている。向こう1~2年は、これらの数値が妥当な水準に落ち着くかどうか最大注目点になるだろう。

ブッシュの選択は正しいか

ここで、3つめの不安である「テロへの不安」についても触れておこう。これは米国に対する再度の攻撃のみならず、中東情勢やインド・パキスタン情勢、イラク攻撃の可能性など、さまざまな国際情勢の不透明も含まれる。

ブッシュ大統領の関心事は、今でも株式市場よりは軍事作戦であり、テロとの戦いをすべてに最優先している。これは賢明な態度といえるだろうか。

この問いに対しては、いろんな答えがあるだろう。筆者の想像では、ブッシュ大統領の念頭にあるのはおそらくレーガン大統領の故事だと思う。（余談ながら、ブッシュ大統領はレーガン大統領との共通点が多い。どちらも共和党内では保守派に属し、大きな州の知事出身というアウトサイダー。頭の良さそうなタイプではないが、国民の人気は高い。仕事は信用する部下に丸投げするが、いざというときは自分が責任を取るし、部下の人望も厚い、といったリーダーとしてのスタイルも似ている）。

1981年にレーガンが大統領に就任したとき、外にあってはソ連の脅威による冷戦の先鋭化、内においては経済の悪化という2つの問題があった。レーガンが優先したのは「悪の帝国」（Evil Empire）との対決の方である。大統領選挙においてレーガンは、「森の中に熊がいる。熊が狂暴かどうかは分からない。森に入るときは、銃を持って行くべきだろう」というロジックで、軍拡の正当性を説いた。かくして大軍拡が行われ、その結果として財政赤字が拡大し、80年代前半の米国経済は高金利に苦しむことになった。

1985年にはゴルバチョフが書記長となり、冷戦は予想外の早さで終了に向かう。そして1991年にソ連邦は崩壊。平和の配当を手にした米国経済が立ち直るのは、それからのことである。結果オーライになったからというわけではないが、「まず冷戦に勝利し、それから経済の立て直しを」、というレーガン大統領の優先順位は間違っただけではなかった。というより、安全保障の問題と経済の問題がつあるとき、指導者たるものは前者を優先すべきなのである。少なくとも米国大統領はそうでないと困る。

7月4日の独立記念日も、大々的な警備が行われたそう。ことによると大部分は無駄な努力だったかもしれない。しかし、手抜きをしていいという理屈にはならない。まず安全保障上の脅威を取り除くことを最優先する、というブッシュ大統領の選択は正しいと筆者は考える。3つの不安のうち、「企業会計への不安」と「通信バブル崩壊への不安」は、ある程度一過性のも

ので済む可能性がある。しかし、「テロへの不安」を終わらせるときにはどうしても行動が必要になる。それこそ、政治の責務ではないだろうか。

もっとも、イラク、イラン、北朝鮮が本当に悪の枢軸（Axis of evil）かどうかは、たしかに議論が分かれるところではあるけれども。

「双子の赤字」か「他人の赤字」か

軍事行動を最優先すると「双子の赤字」が復活する、という批判もあるだろう。その懸念は分らないではない。2002年の経常赤字は対GDP比で5%に迫る勢いだし、財政収支も5年ぶりの赤字に転落しそうである。このままだと昔懐かしい「双子の赤字」が復活し、米ドルは大幅に下落するのではないか、という類推が働く。この辺はほとんど条件反射的な連想かもしれない。

これに対して、富士総研の中西健夫氏が面白い指摘をしている²。

「経常収支と財政収支を指して双子になぞらえるのは、厳密には必ずしも適切ではない。なぜならば、両者は双子のように独立した関係にあるのではなく、全体とその一部、いわば親子の関係だからである。つまり、経常収支は一国全体の貯蓄投資差額を意味するのに対して、財政収支はその一部である政府部門の貯蓄投資差額を意味する」

80年代の双子の赤字には、2つの赤字が互いに刺激しあって増大していくというメカニズムがあった。つまり巨額の財政赤字が市場の資金を吸い上げてしまい、高金利を招く。すると実力以上のドル高になるので、米国の製造業は空洞化して経常赤字が増える。そうなると企業の海外移転によって税収が減るので、ますます財政赤字が増える、といったように。

現在の2つの赤字は、それに比べると双子どころか他人のような関係にある。少なくとも金利は上がっていない。おそらく民間の資金需要が少なくなり、投資家のリスクに対する許容度が著しく低下しているのだと思う。そうでなければ、景気に関する指標が好転している中で、株価が下がり国債が買われるという現象は説明しにくい。

財政赤字の増加は、90年代の日本経済と同じことを意味しているのかもしれない。つまり、バブル崩壊後のデフレ効果が生じかけているのを、政府部門がせっせと吸収しているのではないか。これは経済政策としては正しいことである。むしろ、こういうときでも財政が黒字を続けていたら、その方がよっぽど怖いといえる。1997年の日本経済と同じ失敗になるかもしれないからだ。「双子の赤字」が本当に悪いことかどうかは、即断できないのである。

² 「欧米情報アナリシス」7月1日分から

< 今週の”The Economist”から >

”Another cowboy bites the dust”

June 29th 2002

「またも倒れたカウボーイ」

(p.59-60)

Business

*ワールドコム社の大ペテン。でも米国の通信業界がそんなに悪いわけじゃない、と”The Economist”誌は見ているようです。

< 要約 >

粉飾決算は高級な仕事と相場が決まっている。だから取締役会も、監督官庁も、監査法人も止められない。しかしワールドコム社のごまかしは、エンロンがやったような見ぬき難い取引によるものではなかった。簿外取引などせずに、ただ数字を曲げたのである。

噂はあったものの、6月25日にシグモア新社長が発表するまで誰も感づかなかった。創設者のエバースが退任してから、社内監査が違法な会計処理を発見した。38億ドルの経費が資本項目に計上され、それが5四半期も続いていた。あのアンダーセンに代わってKPMGが監査を行った。資本項目は時間をかけて減価償却されるので、キャッシュフローと利益が増大する。同社は昨年14億ドルの利益を計上したが、この数字はでっちあげでだった。

これまでも経費をごまかした例は数多い。しかしワールドコム社の動機は今日的だ。悪いのは前CFOのサリバンとされているが、SECは株価の吊り上げを図ったエバースの取り調べを望んでいる。エバースは4億ドルを借り入れて同社株に注ぎ込んでおり、担保に私財を提供していた。取締役全員が株価維持に強い動機を持ち、12人が5000万株を有していた。

シグモア社長は方針転換を迫られている。50億ドルの銀行借入れはもう望み薄。清算カリストラしかなさそうだが、通信コンサルタントはいかなる再生計画も失敗すると見ている。長距離電話の利用者は数が減っているし、携帯電話への参入も失敗。資産を競合会社に捨て値で買われるのがオチ、という。この中には何千マイルもの光ファイバーによる基幹網や、都市ごとにブロードバンド化した施設も含まれる。が、いずれも問題つき。買い手はAT&Tしかないだろうが、積極的にお金を積むだけの理由が見当たらない。

これでは通信産業は底無しに見える。しかし通信株の値下がりを受け入れる株主もいる。2つの期待がある。ひとつは光ファイバーの基幹網が、供給過剰転じて不足するかもしれないこと。通信回線は代替可能なものではなく、データを違う目的地に送っても意味がないからだ。さらに忘れられがちなことに、光ファイバーケーブルの需要は毎年75~150%で成長している。仮に大企業が通信網の事故で大損害を被ったら、彼らは自前の回線を買うかリースしようとするだろう。そのときワールドコムは再び金のなる木になる。

ほかの可能性としては、法人向けの通信サービスが地域電話会社のベビーベルに吸収されるかもしれない。84年にAT&Tから分離した半独占企業が、最近投資家の脚光を浴びている。規制緩和による熱狂の後で、米国は通信企業に安定を求めている。

< From the Editor > サマータイムの勧め

7月1日夜、J - W A V E の"Jam the World"に出演して、「サマータイムを導入すれば景気はよくなるか」というトークを行いました。筆者は以前から「日本にも是非！」という立場でしたから、喜んで出かけました。もっともナビゲーターの角谷浩一さん、リポーターの内田佐知子さん、ともにサマータイムには大賛成とのことで、これではかえって話しくなかった感もありましたけど。

サマータイムは現在、世界70カ国以上で実施されており、O E C D加盟国で導入していないのは日本と韓国とアイスランドだけ。環境省や経済産業省では、「省エネ効果50万キロリットル」や「経済効果6400億円」という試算をはじめ導入を促していますが、「労働強化につながる」「時間帯の調整のために1000億円のコストがかかる」などの反対も根強い。

なかでも最大の反対理由は「面倒だ」というもの。1軒の家にある時計の数は平均で20とか。ビデオデッキからPCや電気釜まで、全部の時計の時間を合わせようとなったら、これはたしかに面倒というもの。ためしにインターネットで検索をしてみると、およそ2対1の割合で反対意見が優勢のようです。

サマータイムは農家や自由業の人にとってはあまり関係がなく、純粋にサラリーマンのための制度と考えた方がよさそうです。もしもサラリーマンが、アフターファイブの自分の時間に大きな期待をかけないのであれば、たしかに導入する意味はない。いつも残業だとか、「めし、風呂、寝る」だけだとか、「アフターファイブ、イコール、ナイトライフ」という人にとっては、仕事の後の明るい時間帯は猫に小判となります。

それでもサマータイムが定着している国において、多様なアフターファイブの過ごし方が定着していることを思えば、日本でもやってみる価値は大いにあると思っています。経済効果や省エネではなく、ライフスタイルの問題だと思うのですがいかがでしょうか。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp