

企業行動が大胆になる「謎」

発表日：2009年1月16日(金)

～不確実性に対する企業の反応についての論考～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

2008 年末からの景気悪化に対して、企業の対応が素早いことが特徴になっている。雇用調整への取り組みの大胆さや急激な資金需要の高まりなどは、その傍証だ。なぜ、企業は、これほどまでに大胆に防衛的な対応を採るのだろうか。大きな理由は、過去に経験したことのない景気後退に直面しているという不確実性の大きさが、最悪をイメージさせて、極端な防衛策を採らせるという仮説である。その一方、先が見えない不安に対して、麻生総理は「10年に1度」という主観的な確率分布を描いて対処しようとしている。筆者は、この麻生総理のスタンスに、企業経営者の疑心暗鬼を解く鍵が隠されていると直感する。

雇用調整の早さは意思決定の切迫度から

昨年来ずっと考えてきた問題がある。なぜ、企業経営者によって、これほどまで早いタイミングで雇用調整を決断するのかという疑問である。今回、景気悪化も急速に進んだが、それに同調するように企業が雇用調整に踏み切った。もちろん、企業が率先して雇用調整をしているなどということは絶対にあり得ない。だから、この問題は、なぜ、企業が「もはや雇用を守り切れない」と考えるまでのタイミングがこれほどまで早いのか、と問い直すことができるだろう。

一方、企業の外側からの観察者にすれば、企業の意思決定に対して「もう少し我慢はできないのか」という感想を抱く。このギャップは世論と摩擦を生じさせる原因でもある。そうした論点をつぶさに列挙していくと、雇用調整の反応の問題は、「企業内部の意思決定が、なぜ過度に切迫した判断になるのか」というかたちで問題を再設定することができる。

確率分布が読めないナイトの不確実性

単純明快な答えとして、輸出を起点とした需要の落ち込みが急速なので、企業の調整スピードも早回しになっているという見方である。確かに、製造業において生産減が大幅に進むスピードが速く、工場の操業度が著しく下がったことは理由として大きい。株価というマーケットのシグナルも風雲急を告げている。

もうひとつ追加して言えば、景気悪化の性格も企業経営者のマインドに影響している。今回は、輸送機械・電気機械のみならず全セクターに亘って悪化しているので、業種間でカウンターシクリカルな動きが見つけづらい。つまり、外需が全域で悪化したため、事業のポートフォリオが有効に働かないという悪性の景気後退の様相である。企業経営者は、業績回復に活路を見出すことができない分、需要回復の見通しを深刻に見やすくなる。

だが、雇用を温存することで、企業内に有望な人材資源をキープし、来るべき成長期の収穫を高めようとは考えないのだろうか。減速が急激であれば、ひどい悪化は連続し続けずに、どこかで潮目が変わりやすいとみることはならないのだろうか。

おそらく、そこは、企業経営者の不確実性マネジメントに拠るのだろう。経済主体は、確率分布が読めないショックに直面したとき、最悪の状態をイメージする疑心暗鬼が起これば、そこで最悪の事態を最小限に食い止める行動を採りやすい。いわゆるナイトの不確実性に直面した場合の対応である。目の前が真っ暗に見えなくなると、不

確実性の闇の中で企業経営者は、万が一のリスクを仮想する。その万が一の想定に対して、最善を尽くすというのが、ミニマックス原理の適用であり、それが企業に大胆なリスク策を採らせるのだろう。ミニマックス原理 (minimax) とは、最悪のケースを最小化する戦略であり、ダメージコントロールとも言い替えられる。

過去、企業は、2002・2003年に最も厳しい雇用調整を実施してデフレ期を乗り切った。現在、当時よりも客観情勢がより厳しいかどうかは判別できない。むしろ、企業は過去に経験したことのない急激な景気悪化からは、先々、過去のデフレ期よりも不況の奥行きが深くなるリスクを予想している可能性がある。しばしば使用される「過去に経験したことのない」という表現は、経験を重視して企業経営を進めてきた経営者には、過去の確率分布が当てはまらないリスクを直感するだろう。その場合、企業経営者が選択するのは、過去に最も徹底した合理化を進めた努力の再現、つまり厳しい雇用調整という選択ではないか。前が見えない恐怖が、大胆なリスクでその不況のダメージに備えようという大胆行動に駆り立てる。適応的学習では、過去の経験の中から教訓を選び、最大限の備えをするというかたちになる。

企業が過度に資金繰り不安に襲われるのも同じ理由

実は、何が起こるか分からない不確実性に企業経営者が襲われているという証拠は、企業金融の対応にも色濃く表れている。年末から企業は、資金繰りの不安から手元流動性を厚くし、急激に資金需要を強めている。この資金需要の裏側には、「もしかすると銀行がいざというときの支援融資を行ってくれないかもしれない」という恐怖感がある。それが事実かどうかは定かではないが、銀行の貸し渋りが本当に起ったときの損害が巨大であることを前提に、ダメージの期待値も大きくなるという図式である。「ナイトの不確実性」を唱えた経済学者フランク・ナイトと同時期に同じ着想をした J・M・ケインズは、不確実性と表裏一体の概念として「流動性の罠」について語った。これは不確実性に直面した経済主体が、万が一に備えて、無限大に貨幣（流動性）を貯め込もうとする選好である。現代的に言えば、企業は不確実性の大きさに備えて、無限大にキャッシュを手元に用意したがるという行動である。キャッシュを貯め込むことは資本効率を極端に落とすのだが、危機時にはキャッシュこそが不確実性に対する最善の備えに見えてしまう。そのバイアスによって資金逼迫が起こり、短期金利が流動性リスクで跳ね上がる。一見、非合理的な借入需要の高まりは、危機意識の成せる技ということである。

だから、雇用調整を進めようとする企業に対して、「内部留保を取り崩して雇用を守れ」という批判があっても、そのようなことはできない。キャッシュこそが大切なときに、キャッシュを吐き出せと要求するのは、最も困難な選択になってしまう。

重要視される政府の役割

おそらく、企業経営者の判断が切迫したとき、それに基づいて雇用・設備投資が削減されると、総需要不足が起こる。これこそ、ケインズが言った「合成の誤謬」である。合成の誤謬が起こったときには、そこで実現する均衡は事後的に誰にも歓迎されない。意図せざる結果が、みんなが合理的に振る舞ったことによって起こされる。しかも、その途上で起こるシュリンクは、カウンターシクリカルな作用を不全にさせて、スパイラル的に総需要を悪化させる。

民間部門で「合成の誤謬」が起こったときには、政府の役割が最重要になる。不確実性の恐怖に支配された企業経営者の判断を、政府の支援が変化させ得るからである。景気後退の中で、企業は（１）外部からの支援があれば、雇用を抱えたまま耐えるという選択と、（２）外部からの支援がないと、雇用調整に踏み切る、という２つの選択に直面する。この２つの選択は、不確実性の大きさに反応して（２）に傾きがちである。しかし、政府の介入が行われたとき、外部からの支援に限界があって、雇用調整を実施せざるを得ない、と考えていた企業はマインドを変

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

化させる。不確実性を打破する期待形成を、政府が示すことで、「合成の誤謬」へ向かうルートを変更させるのである。筆者の推測では、海外の政府が相次いで巨大な財政政策を打ち出す背景には、民間部門の需要見通しへの期待を変化させる意図があるとみられる。

ただし、この政府の介入には抜き難くモラルハザードを伴う。完全なセーフティネットはモラルハザードを完全には防止できない。だから、この弊害を最小限に防ぐには、政府の規律が重要になる。例えば、景気が正常化したときには、非常事態の経済政策をきっぱりと打ち切って、増税・利上げをも厭わないという強い意思を表明することである。政府の介入は、モラルハザードを防止する規律重視の設計図がきちんと描けていないと動員してはいけないと考えられる。

反面、どうして過去の日本経済がうまく危機を乗り切れなかったのかと振り返ると、この規律が守られそうになかったことが、政府・日銀が危機時に大胆な対応を採りにくい素地になっていた。政府も日銀も、一旦思い切った緩和・支援策を動員すると、その非常事態の対策を止めるに止められなくなるから、事前に政策対応に躊躇することになる。政府の政策動因においても、ある種の「畏」が働いてきたと思われる。

麻生総理はベイジアン？

ここまでは、企業経営者は、急速な景気悪化で「ナイトの不確実性」に直面していることが、大胆な雇用調整に踏み切る原因ではないかと論じた。折りしも、麻生総理の口からは、しばしばグリーンズパン前FRB議論の言葉を引用し、「100年に1度の経済危機」という言葉が出てくる。この言葉は、企業経営者の先行き不透明感をあおるという意味ではマイナスであるように感じられる。なぜ、麻生総理はこうした言葉を発するのだろうか。

実は、「100年に1度の経済危機」という仮説は、客観的事実ではない。誰も母集団を知ることでできない主観的確率分布である。従って、その信憑性について誰も反証できない。少なくとも、反証可能な科学的見解ではないと言える。

しかし、不確実な状況の中であっても、主観的確率分布で推論を進めていくような手法は存在する。ベイズ統計学という考え方にに基づき、追加される経験値を考慮しながら、主観的確率を修正していく。こうした決定論的でない人々をベイジアンという。麻生総理のアナウンスメントは、良くも悪くも決定論的ではない。「100年に1度の経済危機」という仮説も、経験値が足りない中で、政府が推論を働かせて危機に備えようという姿勢を表しているのだろう。麻生総理が「100年に1度の経済危機」という主観的確率を設定したのは、良識的に考えると、麻生総理がベイジアンの流れを汲む人物だったという見方ができる。企業経営者にしても、ナイトの不確実性の下、暗黙のうちに、ベイズ的手法で景気実体を探っていこうというスタンスは少なくないだろう。

そうした前提で考えると、企業経営者が、先が見えない不安の中で大胆な行動を採っている流れを緩和させることは可能だと考えられる。麻生総理が、今後の景気情勢の中で、「100年に1度ではなく、過度に悲観すべきではない」という別の確率分布に置き換えることができるという世界を現出させれば、先が見えない疑心暗鬼は緩和されよう。

経営者の認識の中に、ベイジアン的色彩があれば、政府・日銀の政策対応が十分に政策効果を発揮しさえすれば、人々の主観的確率分布を修正させていく可能性を持っている。わかりやすく言えば、麻生総理が当初に語った「100年に1度かもしれない」という問題設定が、「政府の対応もあって、それほど悲観すべきではありませんでした」と改められたとき、企業経営者もその判断の修正に追随する可能性があるということである。

断っておくと、筆者は、麻生総理が根拠なしにアナウンスメントを変化させればよいと提言しているのではない。むしろ、政府の積極的な景気でこ入れを奏功させて、「100年に1度」とは異なるシナリオの蓋然性を強調してみせれば、自己実現的な「合成の誤謬」への道を歩まずに済むという可能性を指摘しているのである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

政府の積極的な介入は、「ナイトの不確実性」に支配された企業経営者のマインドをも修正できる。麻生総理が無意識にベジアン流の態度を採ったことは、実は不幸中の幸いになるチャンスだと言いたい。

グリーン・ニューディール＝新たな期待形成

ここ数年、政府の経済対策に関しては、ケインズ型対応へのアレルギーが根強い。単純に、公共事業などを増やしては、企業のネガティブな見方に変化をもたらすことができないのではないかという心配はある。

その点、筆者は、政府がすべき経済対策は総需要の注入ではなく、新産業発展のビジョンを示し、そこに需要支援のインセンティブを付与してやることだと考える。企業にとって、新しい需要支援の展望が見えることは、経営者の疑心暗鬼を打開するのに、力強い一石を投じるからである。

例えば、昨今の日本企業は原油高騰に苦しんだ記憶が根強いので、省エネ・代替エネルギーへの関心が強い。そうした分野を政府が主導して開拓していくグリーン・ニューディールは、最も効果的なのではあるまいか。具体的に、電気自動車・太陽電池は新産業として大きな牽引力になり得るだろう。1997・98年のアジア通貨危機後の暗い展望を変化させたのは、1999年に本格化した米国のIT革命である。IT社会に対する強い期待感が、アジアの景気悪化を急速に変化させた経験である。

こうした新しい需要の所在が明らかになると、企業の投資行動はストック調整の制約から半ば独立したかたちで活発化し得る。ケインズは、企業が設備投資に踏み切る動機としてアニマル・スピリットを挙げる。設備投資が確率的に成功したときの期待収益率の大きさが、アニマル・スピリットとシンクロしている。新産業への挑戦は、失敗するリスクがある反面、他の企業が排他的に参入しにくい意味でもビジネスチャンスは相対的に大きく見える。新産業の育成というビジョンは、民間部門の期待収益率を引き上げて、企業の設備・支出増を後押しする期待形成の作用を持っている。

今後、不確実性の下での政府の対応は、期待形成の作用を吟味しながら進めていくことが、今後の景気回復の鍵を握るだろう。