

日本経済 変革期の金融と 企業行動

堀内昭義 花崎正晴 中村純一 編

東京大学出版会

日本経済 変革期の金融と 企業行動

堀内昭義 花崎正晴 中村純一 編

日本経済 変革期の金融と企業行動

2014年9月25日 初 版

[検印廃止]

編 者 はり うち あき よし はな ざき まさ はる なか むらじゅん いち
堀内昭義・花崎正晴・中村純一

発行所 一般財団法人 東京大学出版会

代表者 渡辺 浩

153-0041 東京都目黒区駒場 4-5-29

電話 03-6407-1069 FAX 03-6407-1991

振替 00160-6-59964

<http://www.utp.or.jp>

印刷所 株式会社平文社

製本所 牧製本印刷株式会社

©2014 Development Bank of Japan Inc.

Research Institute of Capital Formation

ISBN978-4-13-040266-8 Printed in Japan

JCOPY < (社) 出版者著作権管理機構 委託出版物 >

本書の無断複写は著作権法上での例外を除き禁じられています。複写される場合は、そのつと事前に、(社)出版者著作権管理機構 (電話 03-3513-6969, FAX 03-3513-6979, e-mail: info@jcopy.or.jp) の許諾を得てください。

The Japanese Economy:
Financial Development and Corporate Behavior in a Changing Environment
Akiyoshi HORIUCHI, Masaharu HANAZAKI, and Jun-ichi NAKAMURA, Editors
University of Tokyo Press, 2014
ISBN978-4-13-040266-8

はしがき

資産バブルが破裂した1990年代初頭以降の日本経済に対する一般的な評価は、「失われた20年」という表現に端的に示されるように、不毛な長期停滞期ということになるだろう。企業も政府も、資産価格の下落や金融危機といった目先の問題の処理に追われるうちに、ソ連・東欧などの社会主義体制の崩壊と市場経済化、欧州統合、IT革命、新興国の台頭といったグローバルな環境の劇的な変化への対応が遅れてしまったことは事実である。また、少子化・高齢化に適合した社会経済システムの構築や財政赤字肥大化への対応といった、国内で解決可能な課題にすら手をこまねいている状況は、「主体的に改革できない日本」というイメージを内外に与えた。

それでも、このおよそ四半世紀の経済動向を停滞一色であったと結論づけるのは、必ずしも正しい認識であるとは言えまい。金融システムや金融行政、企業法制、会計制度など、企業がビジネスを展開するための制度的枠組みは、1980年代までのものに比べて大きく変化している。これらの変化が、国民経済的視点からみて望ましいものであるか否かについては、判断が分かれるところであるとはいえ、日本の金融および企業活動の基盤が、グローバルな視点からみて標準的なものに近づきつつあることは、疑う余地がない。

各企業も、東アジア諸国の勃興に伴い新たな生産拠点の整備や新興市場開拓に活路を見出そうと努力する一方で、グローバル競争の激化や内需低迷に伴う収益環境の悪化のなかで、長年依拠してきた伝統的な日本型システムの有効性や問題点を再検討するとともに、時代に適合した新たなシステムを懸命に模索してきたと言える。こうした点を踏まえれば、この四半世紀は単なる停滞期ではなく、日本経済にとって新たなステージに移行するための変革期、そして「生みの苦しみ」の時期であったとみなすべきであろう。

2013年は、久々に日本経済に明るさが見えた年となった。しかし、「日本買

い」を進めた外国人が日本に対する見方を急転換させたのとは対照的に、当の日本人は半信半疑といった状態である。最近の一連の経済政策パッケージが概して外国人に高く評価されているのは、政策の中身もさることながら、成功するかどうかはわからないがリスクをとって何かを始めようとしたという主体性への期待に主な理由があるように思われる。

今次の景気拡大局面は、過去に対する失望の裏返しとしての将来への楽観的な期待に強く依存しているという面で、現状では脆弱性を内包していると言わざるを得ない。そして、今次の経済環境の好転を契機として、日本経済のサステイナブルな発展に向けてのグランドデザインを描くためには、目先の経済指標や外国人投資家の動きに一喜一憂することなく、自信過剰でも自信喪失でもない正確な現状認識と評価が何より必要とされるであろう。また、日本経済の研究に携わる者には、米欧のアカデミズムの流行を当てはめて満足するのではなく、日本経済の特質や独自性に根ざした固有の経済モデルを考え抜く姿勢が不可欠であると言えよう。

本書は、以上のような問題意識および共通認識のもと、日本政策投資銀行設備投資研究所の設立 50 周年を記念して企画された論文集の 1 つである。バブル景気が絶頂を迎えた 1989 年、設立 25 周年を記念して『日本経済 蓄積と成長の軌跡』（宇沢弘文編、東京大学出版会）が刊行されており、本書はそれ以降およそ四半世紀の日本経済を対象として、金融や企業行動、さらにはマクロ経済的側面を考察した論文集となっている。

設備投資研究所は、高度成長の真っ盛りである 1964 年 7 月 1 日に、当時重要性が高まっていた設備投資とそれに関連する諸問題に関する本格的な研究を中立的な立場から進め、わが国の経済社会の発展に貢献するという目的をもって、日本政策投資銀行の前身である日本開発銀行の一部局として設立された。以来半世紀にわたり、主として中長期的な視点からの実証研究を進め、その研究領域は設備投資分野から、経済一般、金融、企業経営、会計そして地球環境問題等の社会的共通資本などに拡充されている。

設備投資研究所での研究活動は、アカデミックかつリベラルな雰囲気のもと、大学に所属する当代一流の先生方と設備投資研究所の研究員との協同作業として進められ、数多くの有意義な研究成果が蓄積されてきた。加えて、研究員が

先生方から日常的に懇切丁寧な指導を受けることによって、研究員の能力および人格の両面での成長が促されるという副次的な効果も生み出されてきた。その結果、編者の一人がそうであるように、設備投資研究所を經由して大学の教員として再就職した人数は、およそ過去 50 年間で 60 名近くに達している。本書においても、そのような基本方針が踏襲され、多くの章が、設備投資研究所と関係が深い金融およびマクロ経済分野の先生方と設備投資研究所の現役あるいは OB 研究員との共著論文によって構成されている。

また、設備投資研究所の初代所長は、当時日本を代表するエコノミストとして活躍していた下村治博士である。下村博士は、高度成長期にはケインズ経済学を日本経済に適用するとともに、オイルショック後にはゼロ成長論をいち早く主張するなど、通説に流されることなく、常に日本経済の本質を見据えて独自の骨太な理論を展開した碩学であったことは申し上げるまでもないが、同時に設備投資研究所において大学の先生方との交流を積極的に推進し、先生方と研究員との協同作業を重視するという設備投資研究所の基本方針を確立した稀代の名所長であった。

下村博士は 1989 年 6 月に享年 78 歳で亡くなられたが、それまでの下村博士の功績や精神を末永く後世に伝えようという趣旨で 1991 年にはじまったのが、下村フェロースhipという外国人向けの招聘プログラムである。以来 2014 年までに 30 名にものぼる欧米およびアジアの研究者が、同プログラムのもと、設備投資研究所から招聘を受け研究活動を実施している。本書第 2 章の著者の一人であるアルバータ大学のヴィカス・メホロトラ教授は、そのような下村フェローの一人であり、設備投資研究所の設立 50 周年記念論文集出版という趣旨に賛同して、職場の同僚らとともに日本企業のリストラクチャリングに関する論考をお寄せいただいたものである。

下村博士のスピリットを受け継ぎ、本書の収録論文はいずれも日本経済の現実に対する深い洞察に基づくオリジナルな分析枠組みを採用し、綿密な理論的検討もしくは丹念なデータ検証を通じて、日本経済の現在および将来について新しい見方を提示するものとなっている。またどの論文も、設備投資研究所で行われた論文報告会における議論を経て一層の改善が図られ、学術研究としての厳密性を保ちながら、分析結果の解釈や政策的含意の検討においては平明な

叙述が心がけられている。そのような意味で、本書は、一部の専門家のみに向けたものではなく、通説をなぞるだけの日本経済論にあきたらない一般読者の方にも幅広く興味を持って読んでいただける書物になったと、編著者一同自負している次第である。なお、各論文の内容や意見はすべて執筆者個人に属するものであり、各々が所属する組織の見解と一切関係がないものであることはお断りするまでもない。

本書は、50年に及ぶ設備投資研究所の歴史と伝統の上に成り立っている。設備投資研究所での研究活動にご協力いただいた数多くの知的でリベラルな先生方をはじめ、これまで設備投資研究所の活動を支えていただいた全ての方々に深く感謝申し上げたい。また、本書を上梓することができたのは、昨今の厳しい出版事情のなか刊行をご快諾くださった東京大学出版会の関係者の皆様のおかげである。とりわけ、20年以上の長きにわたり設備投資研究所の活動をご支援くださっている黒田拓也氏、そして本書完成までの事務的あるいは技術的な作業を迅速かつ丁寧に進めてくださった大矢宗樹氏には、厚く御礼申し上げたい。

2014年8月

堀内昭義
花崎正晴
中村純一

目 次

はしがき	堀内昭義・花崎正晴・中村純一	i
プロローグ	堀内昭義・花崎正晴・中村純一	1
序 章 日本の金融経済と企業金融の動向		
.....	堀内昭義・花崎正晴・松下佳菜子	9
1. はじめに		9
2. バブル期から最近までのマクロ経済動向		10
3. 設備投資と産業構造		13
4. バブル期以降の金融セクターの動向		22
5. 日本銀行の対応策		27
6. 非金融企業の長期パフォーマンス		33
7. 企業金融の長期動向		41
8. おわりに		48

第Ⅰ部 企業経営の変化と新潮流

第1章 ストック・オプションおよび事業の多角化, 分社化		
——近年の企業経営の変化と効果の実証分析		
.....	花崎正晴・松下佳菜子	53
1. はじめに		53

2. ストック・オプションの効果と制度 55
3. ストック・オプションに関する実証分析 62
4. 企業の多角化を巡る先行研究 74
5. 日本企業の多角化行動 77
6. 多角化, 分社化の実証分析 86
7. おわりに——主な結果とその解釈 97

第2章 リストラクチャリングとその帰結

——2000年代初頭の検証結果から

..... デイック・ビーソン, ケン・ゴードン 105
 ヴィカス・メホロトラ, 渡邊安芸子

1. はじめに 105
2. 失われた10年の背景 108
3. 分析対象およびリストラ計画の分類 111
4. リストラ後の企業業績 113
5. リストラ計画公表と株式投資収益率 119
6. おわりに 123

第3章 経営権と企業成長のコンフリクト

——企業成長の源泉としての人的資本蓄積の再評価

..... 大瀧雅之・柳沼 壽 127

1. はじめに——内部調整費用理論の困難 127
2. 組織の理論 130
3. 企業成長における熟練の役割と人的資本の q 137
4. 「交渉」による名目賃金の決定 139
5. 営利企業における経営権の行使制限 141
6. 対外直接投資と株主主権説 144
7. おわりに 146

第Ⅱ部 企業行動と企業価値

第4章 設備投資研究のフロンティア

——「異質性」の解明と Multiple q モデル

..... 浅子和美・外木好美・中村純一 153

1. はじめに 153
2. ポスト q 理論の設備投資研究の展開 156
3. 設備投資研究の到達点と資本財の異質性 167
4. Multiple q の理論と非線形モデルへの拡張 178
5. 非線形 Multiple q モデルの主要な推定結果とその含意 187
6. おわりに 201

第5章 非線形設備投資関数の新たな推定方法

——区分的線形関数によるアプローチ

..... 鈴木和志・本多佑三 209

1. はじめに 209
2. 調整費用関数の形状と設備投資関数の非線形性 212
3. 区分的線形設備投資関数 218
4. データの説明 220
5. 閾値2個モデルの中で最良のモデル 224
6. ベンチマーク・モデル ($q_1=0.91$, $q_2=1.20$) と
閾値1個モデルとの比較 229
7. ベンチマーク・モデル ($q_1=0.91$, $q_2=1.20$) と
線形モデルとの比較等 231
8. 推定結果の要約と先行研究との関係 232
9. おわりに 236

第6章 為替レートの変動による企業価値への影響

——企業の国際化と為替変動リスクへの対応

..... 小川英治・品田直樹・岡本弦一郎 241

1. はじめに 241
2. 為替レートと企業価値の関連性 243
3. 企業財務データバンクを用いた為替変動の影響分析 246
4. 為替変動の影響と生産・販売体制の国際化 248
5. おわりに 264

第Ⅲ部 日本経済の諸課題と展望

第7章 日本の長期停滞と蓄積レジームの転換

——「弱い企業統治」のマクロ経済学による分析

..... 村瀬英彰・安藤浩一 269

1. はじめに 269
2. 日本における「弱い企業統治」問題の顕在化 286
3. モデルによる「弱い企業統治」のマクロ経済効果の分析 290
4. マクロ変数の変化の同時発生と理論予測 301
5. おわりに 305

第8章 財政赤字と世代間の不平等 福田慎一・作道真理 315

——私的な所得移転からの視点

1. はじめに 315
2. 教育支出を通じた所得移転 317
3. 生涯所得への影響 321
4. 賃金成長率と生涯賃金 323
5. 格差の拡大 330
6. 私的移転のタイミング 333
7. おわりに 336

第9章 異次元の金融緩和政策 植田和男 341

——期待と影響の中間評価

1. はじめに 341
2. ゼロ金利近辺（ZLB）での金融政策手段 344

3. 日銀及びその他中央銀行によって採用された
非伝統的金融政策 346
4. NCM の資産価格への影響——統計的分析 350
5. 異次元金融緩和の効果——評価 358
6. おわりに 367

あとがき

堀内昭義 371

プロローグ

堀内昭義
花崎正晴
中村純一

日本経済は、1990年代初頭のバブル崩壊以降、未曾有の長期かつ深刻な試練を経験してきた。1990年代には、資産価格の継続的かつ大幅な下落に見舞われ、企業部門はリストラクチャリングを余儀なくされるとともに、銀行をはじめとする金融機関は、多額の不良債権を抱えて、深刻な経営危機に陥った。このような金融危機がようやく峠を越したのは、2003、04年頃である。

2000年代半ばには、比較的平穏な経済環境が実現したと思ったのも束の間、2008年秋には、リーマン・ショックが発生し、世界的な経済的混乱のなか、外需に依存する度合いが高い日本の製造業はかつてない大打撃をこうむり、2008年度の実質GDP成長率は、マイナス3.7%という戦後最低を記録した。さらに、2011年には東日本大震災および1ドル80円を割り込む未曾有の円高に見舞われ、日本経済の先行きには暗い影が広がった。

また、GDPの名目金額は、1997暦年の523兆円をピークとして、以降は減少基調をたどり、リーマン・ショック直後の2009年には471兆円にまで落ち込み、直近の2013年も478兆円にとどまっている。この間、日本の財政赤字は、歴史的にみてもまた国際的にみても、全く軽視できない高水準に達している。

このように1990年以降の日本経済は、長期停滞局面に陥ったと認識され、「失われた20年」という表現も、しばしば用いられている。しかしながら、バブル崩壊後の経済動向を停滞一色であったと結論づけるのは、正しい認識であるとは言えないであろう。例えば、マクロの景気を景気動向指数でみると、1990年代から今日まで景気拡大と後退を繰り返す循環的な変動が存在したこ

とを確認できる。また、過去 20 年間に渡って、産業構造はダイナミックに変貌しており、成長しているセクターと衰退しているセクターとが混在している。また、同じセクターのなかの個別企業の動向をみても、設備投資などの企業行動や企業パフォーマンスの違いが、従来に比べて顕著になっており、経営戦略の相違に伴う企業業績の優劣が浮き彫りにされている。

また、バブル崩壊後の期間は、企業の収益環境が厳しさを増すなか、企業自身が伝統的な日本型システムから脱却しようと試みて、新たなシステムを懸命に模索してきた変革期であるとみなすことができる。そのような方向性を後押ししているのが、経済のグローバル化に伴う日本国内における外国人投資家のプレゼンスの上昇であり、会社法制を巡る制度改革であるといえる。さらに、マクロ金融政策に関してみても、1990 年代後半以降にはゼロ金利政策や量的緩和政策といった非伝統的な政策が採用され、2013 年には「異次元の金融緩和」という究極の金融政策が採用されるに至った。

このように、停滞色が濃いとみられがちな過去四半世紀に及ぶ日本経済の動向ではあるが、企業をめぐる制度や金融政策そして企業行動には、無視しえないダイナミズムが観察されるのである。

もっとも、このような企業システムの変革や金融政策のパラダイムシフトなどによって、どのような経済社会が実現するのか、またそれらの変化によってもたらされる企業システムや経済環境等が、個人や企業のステークホルダーにとって望ましいものとなるのか否かは、現状では必ずしも明らかではない。

本書は、以上のような問題意識および共通認識のもと、1990 年代から今日に至る日本経済を対象として、企業の経営戦略、設備投資や海外進出などの企業行動そして財政、金融政策などを考察する各章によって構成されている。

序章「日本の金融経済と企業金融の動向」（堀内昭義・花崎正晴・松下佳菜子）では、日本のマクロ経済、マクロ金融および企業金融に関連する長期的な動向が、各種のデータを用いて整理されている。

まず、企業ベースのデータ分析からは、次の諸点が明らかにされている。日本の企業は、1990 年代初頭のバブル崩壊を契機に財務リストラの必要性を認識するようになり、1990 年代半ばから借入を主体とする外部資金調達から内部資金調達へと大きくシフトをはじめた。その影響は、資産サイドでは設備投

資の低迷と資本ストック・ヴィンテージの上昇として表れている。しかしながら、1990年代以降資金調達や設備投資などの企業行動面で、企業間のばらつきが強まっている。これは、企業が横並び意識を脱して、独自の経営戦略に基づき意思決定をする傾向が強まったことを反映するものであり、企業行動面でのダイナミズムの高まりを物語るものである。

また、マクロ経済動向を概観すると、1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本経済は資産価格の継続的かつ大幅な下落、金融危機、アジア危機、リーマン・ショック、東日本大震災、過度な円高などの多くの試練を経験してきた。ようやく2013年に入って以降は、一部の国民や投資家の間では政権交代に伴い久々に将来に向けて明るい期待が広がりつつある状況である。しかしながら、その明るい期待は、「アベノミクス」のアナウンスメント効果に起因するものであり、果たしてその期待が幅広い層の確信に転化して、日本経済が持続的な成長経路に乗ることができるかどうかは、現時点では予断を許さない状況にある。

第Ⅰ部「企業経営の変化と新潮流」では、その名の通り日本の企業経営に関する新しい動向を分析対象として、厳しい経営環境に対応しようと苦闘を続けてきた日本企業の経営改革やリストラクチャリングの帰結に光を当て、またその意義を問い直す論考が集められている。

第1章「ストック・オプションおよび事業の多角化、分社化——近年の企業経営の変化と効果の実証分析」(花崎正晴・松下佳菜子)では、企業法制を巡る制度変革を追い風にして、近年進みつつあるストック・オプション制度の導入および多角化や分社化の進展といったいわば日本の企業経営の新しい潮流に焦点を当て、そのような要素が果たしてどのような企業行動やパフォーマンスを生み出すのかを考察している。

このうち、ストック・オプションの導入の効果に関する実証分析によれば、収益性を向上させるというプラスの効果が発揮されていない一方で、リスク・テイキング行動を助長させるというネガティブな副作用を及ぼしているわけでもないという結果が得られた。また、多角化および分社化の分析によると、多角化は収益性に対してマイナスの効果を及ぼしているばかりではなく、所有構造に関する変数のガバナンス効果を大きく減衰させているという分析結果が得

られている。ただし、多角化を過度に進めている企業と控えめに進めている企業とで、ほとんど差異はみられないことから、多角化のマイナス効果はコーポレート・ガバナンスの問題に起因しているとは必ずしも言えず、そもそも株主以外の多様なステークホルダーとの関係を重視する日本企業には株主主権の考え方に基づく単純なエージェンシー関係を前提とした仮説は成立しにくいことが理由と解釈されている。

続く第2章「リストラクチャリングとその帰結——2000年代初頭の検証結果から」（ディック・ピーソン、ケン・ゴードン、ヴィカス・メホロトラ、渡邊安芸子、翻訳：田中茉莉子、土居直史、田中晋矢）も、2000年頃までに実施された企業法制や会計方針に関する一連の改革の効果に注目した実証研究である。

ここでは、制度改革によって促進されたリストラ行動が日本の上場企業の収益性および株価にもたらした影響を検討している。その結果、ある種のリストラ行動は企業収益に有意な正の効果をもたらしたものの、株価には有意な効果をもたらさなかったことが明らかにされる。これは、市場参加者が業績改善という果実が株主に帰着するの否かについて依然として懐疑的であったことを意味している。著者は明確な価値判断を行っていないが、株主主権を第一とするアメリカ型企業統治構造を目指すべき頂点と考えるのか、各種のステークホルダーに配慮した各国固有の統治構造を尊重すべきと考えるのかによって、この結果に対する評価も変わってくるであろう。

望ましい企業統治構造の設計とは結局、企業価値、企業成長の源泉となる golden goose をいかに育て、適切な誘因を与えて最大限の力を発揮させるかということに尽きる。したがって企業価値、企業成長の源泉に関する深い考察を欠いた企業統治論は、砂上の楼閣の誹りを免れないであろう。第3章「経営権と企業成長のコンフリクト——企業成長の源泉としての人的資本蓄積の再評価」（大瀧雅之・柳沼壽）は、企業成長の源泉を物的資本に求める従来の考え方を批判的に検討し、企業成長の源泉を熟練という労働に固有の経験知に求める新しい数学的モデルを提示している。

そこでは、従来の経済学の企業観に対応する、市場から匿名的な労働力をスポット調達して活動を営む「市場型企业」の長期的成長率はゼロにとどまるの