

株主重視経営の意義と問題

—イノベーションとコスト競争の相克—

亀川 雅人

1 はじめに

本稿の目的は、株式会社の制度とその活動が及ぼす経済社会への影響を検討することにある。近年、グローバリゼーションと呼ばれる現象が世界中で様々な問題を惹起している。この問題は、価値観をめぐる政治的な対立関係とは異なり、市場至上主義に基づく所得格差を発生させ、世界中に格差の拡大を伝播している。貧困問題の解決を目的とする NPO 法人オックスファム・インターナショナル (Oxfam International) の 2015 年版報告によると、世界の上位 62 人と下位 6 億人の資産が同額で 1 兆 7,600 億ドルとなり、上位グループは 5 年で約 5,000 億ドルの資産を増加させたのに対し、下位半数は 1 兆ドルの資産を減らしている。また、上位 1% が残り 99% の資産額を上回るという結果も報告されている¹⁾。この格差拡大の波に抗う動きも顕在化してきた。イギリスの EU 離脱やトランプ大統領の登場は、その象徴的な事例である。日本社会も例外ではなく、グローバリゼーションの波に飲み込まれ、相対的貧困が話題に上る。

グローバリゼーションを推進するのは、市場における自由な競争を大義名分とする株式会社の活動である。株式会社は、品質や価格、新たな商品開発をめぐる競争する。この株式会社の自由な競争舞台を世界に拡張することがグローバリゼーションである。メインバンクや企業グループ内の閉鎖的資源配分は、株式市場の制度を拡充することで開放され、グローバル市場における最適資源配分が行われるようになってきた。

最適資源配分とは、株主の富を最大化させるための資本の参入と退出である。

1) CNN. co. jp を参考にしている。

資本の参入と退出は、企業が雇用するあらゆる資源の参入と退出を意味する。従業員も例外ではない。資本が自由な取引を世界市場で展開すれば、労働市場の価格メカニズムも世界の標準賃金を求めることになる。

株式会社がグローバル市場に進出するためには、その制度設計の標準化が求められる。TPPに象徴される市場経済の制度設計に加えて、コーポレート・ガバナンスの議論が盛んに行われるようになる。その内容は、株式会社の目的やあるべき姿、経営監視や報酬の評価、不正ないし不祥事に至るまで多様である。

本稿では、株式会社をファイナンス的視点から考察し、その功罪を整理する。株式会社の基本的な目的である株主の富最大化を資源配分論の中に位置づけると同時に、この資源配分プロセスに現代の格差社会の主要な要因を求めている。株式会社は、資本を調達するための仕組みであり、資本形成とその蓄積に果たす役割は大きい。規模の経済性の追求が価格競争による物質的豊かさに貢献する一方、既存の秩序を破壊するイノベーションの社会装置となる。

株式会社は、価格競争とイノベーションを誘導するが、両者の経営は質的に異なる。価格競争は管理優先型の経営者を要請し、イノベーションは起業家的経営者が担う。その資質は、従業員の働き方に影響を与える。企業経営の質が異なれば、株主のリスク回避度が異なる。否、株主のリスク回避度が経営者の質を決めると言うべきかもしれない。株主という資本供給の機能が、起業家的活動と管理者的活動を選別する。そのため、二兎を追う経営は難しいが、株式会社の成長と発展のプロセスは、いずれの場合でも株主の富と引き換えに格差をもたらす。

日本は、1980年の資本取引の原則自由化までは、必ずしも開放的な市場経済ではなかった。すなわち、株式会社は自由に国境を越える状況にはなかった。外資に依存することなく、日本の経済成長は、本邦株式会社の成長と一体化して進化した。しかし、この過程では、家計の貯蓄水準が低く、零細な資本調達には株式市場は適していなかった。国内の零細な資本を調達するには株式会社を補完するシステムとして銀行融資が必要とされたのである。したがって、日本の株主の富最大化は、銀行との関わりなしには説明できない。

この銀行依存型システムは、キャッチアップを目的に規模を追求する経済には適していたが、イノベーションを志向する段階になると矛盾を抱えることに

なる。リスクを負担する資本供給は、株式市場を活用しなければならないが、依然として、個人貯蓄の大半がリスク回避型のままである。個人貯蓄の構成を変化させ、銀行依存型社会が株式市場型社会に転換することで、閉じた日本の経営は開放型構造になり、グローバル化に対応する株式会社となる。

しかし、株主はイノベーションの必要性を認識しつつも、株式会社に効率性を求める。経営者は、株価を最大化するために、コストを引き下げ、価格競争によりシェアを拡大しようとする。それは、ROE など財務諸表の数字に依拠した経営を志向し、イノベーションに必要な研究開発投資等に消極的となる。株式会社は、この二律背反する問題に取り組みねばならないが、いずれを選択しても、社会は格差問題への対処が必要となる。

グローバル化は、日本社会を含めて、株式会社制度の問題点をクローズアップさせることになる。株式会社には、株主と経営者、管理職や営業職に就く従業員や製造現場の労働者、取引先企業や融資や決済を行う金融機関、顧客や地域住民、それに国や地方の政府などが関係する。本稿では、こうした利害関係者の人格的つながりではなく、機能としての側面に焦点を当てる。我々は、企業に労働力を提供するときに労働者となり、株式を購入するときには株主となる。労働者であるときも、単純労働力を供給することもあれば、経営管理能力や起業家精神を発揮することもある。また、顧客になることも、地域住民になることもある。税金や公共の利益を考えるとときには政治的な意思決定に参加する。労働者の所得と株主の所得に格差が生じるという場合、労働力に対する所得と資本供給に対する所得が問題となる。すなわち、本稿の株式会社の議論は、「誰が」という人格ではなく、「どのような機能が」という視点で考察している。

2 株式会社の仕組み

株式会社は資本結合の最高形態と呼ばれる。資本とは、収入に先立ち支出を伴う活動の時間に関する概念であり、収入を得るまでに必要とされる生活資料のすべてを含んでいる。資本調達とは、一定期間後の収入を確保するための行為であり、資本調達が容易になれば、遠い将来の収入を待つ余裕が生まれる。換言すれば、株式会社は、資本コストを低下させ、資金の回収に時間のかかる大

規模な投資を可能にする企業形態である。

一般的な株式会社の特徴は、全社員の有限責任制と譲渡自由な株式制度である。社員、すなわち株主全員が有限責任であるため、事業リスクの一部は出資者以外の債権者が負担することになる。株主は収入の変化に伴って変動する残余所得の請求権者である。企業の収入は、これを得るための諸活動により実現する。その活動は生産要素が供給するサービスであり、その対価はコストとして認識される。株主以外は、事前の契約でコストに応じた対価の支払いが決定している。そのため、所得の変動に伴うリスクは、事前の契約コストを控除した後の株主の負担となる。この所得の変動が利潤・損失の概念を必要とする。

しかしながら、企業活動の存続にかかわるような重大な事態に関しては、株主のみならず、資本供給者のすべてがリスクを負担することになる。株主以外の資本供給者とは、銀行その他の融資を行う機関のみならず、企業間信用の供与者も含む。収入以前にコストを負担する利害関係者は、企業存続の重大局面における契約不履行のリスクを負担している。商品の納入業者は、売掛債権を回収できない可能性がある。従業員の給与が後払いであれば、企業の倒産は従業員の生活資料を犠牲にすることになる。それゆえ、株主の有限責任制は、株主の負担すべきリスクを他の利害関係者に移転する仕組みとなっている。

譲渡自由な株式制度は、もう一つの画期的な仕組みである。出資した貨幣資本の代わりに出資額に応じた株券を発行することで、企業の所有権を分割し、所有に基づく意思決定権を株券による投票に代えることになる。これは所有と経営の分離をもたらす制度設計の大きな変更である。所有と経営の分離は、経営に無関心な資本家を生み出すだけでなく、本来的には他人の所有であった財産を自己の財産のごとく占有し、運用する。他人資本の自己資本化は、経営者の監視を制度設計に織り込まねばならなくなる。これはコーポレート・ガバナンスを問題とする際の根本的要因である。

他方、株券の譲渡を自由にすることで、出資者は契約期間の固定した債権者よりも自由に貨幣資本を回収することができる。貨幣資本を生産資本に投資すれば、生産期間にわたり貨幣の回収を待たねばならない。消費の耐忍が強制され、常時交換可能な貨幣の持つ流動性を犠牲にする。株式投資は、拘束されるべき生産資本への投資にも関わらず、株券の譲渡性によって、貨幣の持つ流動性をも担保できる仕組みなのである。

回収期間の短期化は、将来の不確実性を低減させる役割を有する。遠い将来を予測することなく、短い期間の予測で出資することができる。株式の取引は、遠い将来のリスクを近い将来のリスクに変換する仕組みでもある。

流動性を担保し、長期のリスクを短期のリスクに変換することで、長期の生産活動を維持するための資本を短期の資本家に託すことを可能にしている。この問題は、長期保有の株主と短期売買のトレーダーの間の新たな問題として取り上げられることになる。

さらに、少額の株式に分割したことで、資本家は多様な事業の所有権を有することが可能になる。所有と経営が一致するオーナー経営は、オーナーの財産のほとんどを自らの事業に投資し、その成長は内部留保に基づく緩慢なものであった。しかし、株式会社の上場は、個人の資本に制約されることなく、多数の資本家の少額な資本を集中させることに成功した。

株式に投資する個人投資家や機関投資家は、多数の企業への少額な分散投資によりリスクを削減できる。ポートフォリオ理論により発見されたこの事実は、株式上場による企業価値の創出に新たな意味を加えた。分散投資による株主資本コストの引き下げにより、資本調達容易になり、大規模な企業の投資は時間をかけることなく実現し、巨大企業を作り上げることになる。それは、ベンチャーなどのスモールビジネスを一夜にして巨大企業に変身させ、新旧の産業構造を激変させる。その結果、創業者に巨額な富を創出する一方で、独占や寡占企業の問題が取りざたされることになる。

このように、制度上の欠陥を抱えながらも、株式会社という仕組みは、資本調達を容易にした。株式会社でなければ利用できなかった零細な資本をかき集めることができるのは、資本コストの低下を意味し、表裏一体の関係である企業価値の増加をもたらした。資本家は株式会社の株主となることで富を享受したのである。ただし、零細な資本家といっても、取引コストの問題やリスクの存在を意識すれば、一定の貯蓄を有する資本家であり、銀行預金しか選択できない零細資本家とは峻別が必要である。

株式会社が資本結合に適した企業形態ということは、組織や資産の成長に適した企業形態を意味する。組織内取引コストが市場の取引コスト以下である場合、資本調達が円滑に行われ、企業組織が多くの経営資源を抱えることになる。それは、労働力と資本、労働力と労働力、資本と資本の結合関係を多様にし、

市場に散在する知識や技術を組織内に結合させる。これまでは実現できなかった大規模な設備と単純労働力との組み合わせ、熟練労働力と単純労働力の結合、開発に携わる研究員と生産や販売に従事する者の結合など、多種多様な知識と経験を結合させ、より効率的な生産や創造的な事業を構想可能にする。実験を繰り返す製薬事業は、データの共有により効率的に開発を進められる。小規模な設備が大規模な生産設備に置き換えられ、量産効果を享受できる。

他方で、小規模な組織が優先される環境では、株式会社は小会社や孫会社を作ることができる。環境に応じて、組織規模を調整する仕組みは、資本を少額な株式に分割可能であるためである。細胞分裂によって、自社の遺伝子を地理的に離れた場所に移転することや、古くなった細胞を破壊し、新しい細胞に変えることも可能である。

しかし、組織は維持し、成長させなければならない。組織規模の伸縮は、市場の取引コストとの比較であり、自社と他社の生産性比較である。組織の拡大は、他社の企業活動を自社が代替することで利潤を期待できるからである。企業組織の成長は企業価値最大化であり、株主の私有財産価値を高める株価最大化が至上命題となる。株価最大化を企業目的とすることは、私有財産の増加が社会の豊かさに繋がるという資本主義経済における基本的な原理に基づくものである。

このような資本主義経済における企業価値の位置づけを理解することなく、株主の富最大化を批判しても意味がない。社会正義に反する利潤追求の方法を批判することは重要であるが、それは市場の取引方法の問題であり、株主の富最大化が資源配分論であるということとは関係ない。問題にすべきは、株主の富最大化の資源配分が、結果として、格差をもたらし、私有財産が一部の株主へ集中することである。

株式会社の組織拡大は、明示的もしくは暗黙的契約関係を有する利害関係者の数や種類を増加させてきた。多角化や垂直的組織拡大は、事業や職能、取引先企業や顧客、政府機関や業界団体など、利害関係の種類や数を増加させる。国境を越える事業展開は、さらに複雑な利害関係者を構築する。それゆえ、組織の拡大は、市場競争におけるPDCAの管理問題(効率性の追求)のみならず、組織内の利害調整を行うためのガバナンス問題を発生させる。複雑な制度設計は、株式市場と特定株主との間に情報の溝をもたらす可能性がある。

3 資源配分論としての株主重視経営

1) 新古典派的な経済学のフレームワーク

企業の利潤最大化は、市場経済における最適資源配分のための企業目的である。企業は、費用を超過する収益機会に財・サービスを供給することで利潤を享受し、損失を被る場合には、これを回避するために財・サービスの生産から撤退する。市場経済は、貨幣を媒介とした価格メカニズムを通じて、必要な財・サービスの探索と生産資源の配分を行っている。利潤は、この収益機会を発見した起業家的株主が享受し、機会の発見に失敗した起業家的株主に損失をもたらす²⁾。

企業の生産活動は時間を伴うため、財・サービスの供給が完了するまでは、各時点で資本ストックが認識される。ゴーイング・コンサーンを前提とすれば、供給は永続的であるため、企業は資本として評価されることになる。将来の収益機会が大きければ、各時点で評価される資本も大きくなる。

自給自足経済であれば、将来の財・サービスを生産者自身が消費するため、そのための準備活動も本人が行う。すなわち、消費者自身が資本形成を行う。しかしながら、市場経済における企業活動は、他人のための財・サービスの生産が基本である。それゆえ、顧客のニーズを予測しなければならないが、顧客自身が自らの将来需要を把握できていない。その結果、将来の財・サービスを予約注文するのは顧客ではなく、顧客が実際に購入して消費するまで生産活動を支える必要がある。生産活動と消費活動を繋ぎとめる役割が必要になるわけである。

株式会社の場合、この役割は株主が担うことになる。株主は、他人の生活に必要な財・サービスの準備を行うために、私有財産を拠出する。他人が購入するか否かが判然としない段階で生産活動をスタートさせるため、その準備に供された私有財産が回収される保証はない。株主は、このリスクを負って生産手段を所有する。資本主義経済における主要な財産は、他人の将来消費を準備す

2) 起業家が新たな事業を起業しようとしても、資本が供給されねば起業できない。起業家個人が資本を所有している場合は、起業家は資本家であり、株主としての機能を果たしたに過ぎない。

る生産手段としての資本であり、それは株式会社という形態をとっている。

顧客重視や従業員重視を掲げ、株主の富を最後に位置付ける経営者は多い。一見すると、株主軽視と思われるが、これは株主重視経営の本質である。もちろん、中小企業の経営者の多くはオーナー経営者であるため、株主重視の経営目標は自らの財産価値を優先することになり、これを公言することは憚られる。しかしながら、株主重視経営は、顧客重視の経営実践であり、従業員重視の経営とも相対立しない。

このことは、株主の受け取る当期純利益の計算構造を見ればわかる。損益計算書の一番上に記載されるのは売上である。売上は、顧客のニーズを汲み取り、その信頼の証として計上された客観的な数字である。売上から取引先企業への支払いが売上原価として掲載され、生産活動に関わった取引先企業への支払いや経費、労働者・従業員の賃金が確保される。さらに販売や一般管理の諸活動のコストが計上され、その後に営業外の支払利息と税金が差し引かれ、最終的な当期純利益が計算される。株主の所得は、約束された利害関係者への支払いをすべて履行した残余所得なのである。残余所得の最大化は、その計算に先立つすべての生産活動への所得を確保することを意図する。

この計算構造に対する反論は単純かつ明快である。残余所得の最大化は、これに先立つすべての利害関係者への支払いを最小化することで実現する。恒等関係からすれば、収益最大化と費用の最小化である。しかし、それは時間のない静学的な見方である。株主重視経営は、将来顧客の効用最大化を予測し、現在の生産活動を準備する経営である。現在の企業価値は、将来の収益と費用の差額であり、現在の収益と費用の差額ではない。それゆえ、現在の利益追求は企業価値の増加に繋がらない。今日の利益のために明日の利益が犠牲になれば、株主は富を失う。企業価値は将来キャッシュフローの現在価値であり、株主の財産として認識されている。

現在の企業価値となる株式時価総額は、将来の顧客満足に基づいて評価される。粗悪な商品で今期の利益を上げても、将来の顧客は失われる。現在の従業員の働く環境や給与は、現在の売上や利益に貢献するが、従業員の満足がなければ、将来のための商品開発や将来の顧客を獲得するための営業活動は等閑に付され、将来の売上に繋がらない。同じ業種であれば、高い企業価値は、従業員の高い満足なしに実現しない。これが新古典派的な株主価値最大化の考え方

である。

2) 国富と株価モデル

資本主義経済における社会の富は、多くの部分を私的所有権に基づく有形・無形の生産手段が占めており、株式会社が所有する生産手段の価値は社会の富を代表する。各企業が所有する生産手段のストックは、最終的な将来消費を支える生産活動の準備状態であり、将来の社会を支えていることになる。それゆえ、将来の消費目的に変更が生じれば、準備状態の価値も変化する。国家の在り方や価値観の変更、法律、文化、自然環境、技術革新などによる環境変化は、株式会社の価値の変更を通じて現在の国富を変化させる。

国富、すなわち、国家のストックは、株価モデルを援用することで評価できる。借方には国有資産や私的資産が並び、対外金融資産や無形資産が記載される。環境変化に応じて策定される国家や私企業のビジョンに応じて、この資産の構成内容は変化する。貸方は、国内の貯蓄と海外の貯蓄から構成され、国債や株式投資、貸付金、社債などの形態をとっている。GDPに占める国内消費や輸入品の消費、政府サービスの消費の割合が高ければ、国内貯蓄が相対的に過少となり、資本財生産に資源が回らず、実質的な借方資産は形成されない。

いずれの国家でも、最終的には家計貯蓄が金融資本市場を介して資産形成に繋がっている。しかし、株式や債券の流通市場における売買は資産や貯蓄の増加ではなく、私的所有権の移転に過ぎない。資本形成はないが、株式売買は貨幣余剰者から貨幣不足者への貨幣の移転により消費を刺激する。株式売却益を得た投資家は、獲得した資本利得で消費者になる³⁾。そして、この売買過程で資本資産の評価が行われる。自然環境や技術動向などによって、国や私企業の進むべき方向や活動を直接・間接的に評価し、資源配分のための企業価値を決定する⁴⁾。

株価モデルは企業価値のモデルであるが、一国の富を想定する場合でも基本は同じである。将来キャッシュフローは将来消費であり、毎年の純貯蓄が政府

3) 貨幣需要の明確な目的を有する株式売却は、銀行預金の引き出しと同じ効果となるが、キャピタルゲインを獲得した売却は、消費を増加させる傾向がある。

4) 1株1票の私有財産と1人1票の社会的財産の矛盾を解消するのも政府の役割である。亀川(2015)を参照せよ。

や民間企業により投資され、将来消費の増加期待が国の富を形成する。これは M. J. Gordon の成長株価モデル (Gordon Model)⁵⁾ で説明できる。

株式の価値は、Gordon モデルでは、下記のようになる。

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{rA(1-b)(1+rb)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{rA(1-b)}{(k-rb)}$$

P：株価

D_t ：t期の配当

k：株主資本コスト

r：資産利益率

A：資産

b：内部留保率

ここでは、全額自己資本を想定し、株価は国家の富の時価総額とみなされる。配当および資産の成長率は rb であり、これは売上成長率と同じく GDP の成長率である。通常、 r は逡減するため、成長率は低下するが、将来にわたる期待 r は一定と仮定する。国内の利益率が低下すれば高い利益率を求めて資本流出が生じる。既存事業の利益率が低下すれば、成長率の高い事業に資源を移していく。経営者は、常に資本コスト以上の資本利益率を獲得し続けるという仮定である。資本は高いところに流れるが、既存資産に結合する労働力の流動性は低く、賃金上昇を期待できないまま一定期間にわたり止まり続ける。

また、 r と k は完全競争市場では同一である。超過利潤が消滅した状態を仮定すると投資した資産価値とその市場価値である株式時価総額は等しい。

他方、内部留保率は貯蓄率であり、これは所得増加に伴う消費の減少によって逡増するであろうが、これを一定と仮定している。売上所得からの労働分配率が所与であれば、株価は rb の率で成長するが、株主の所得は、配当とキャピタルゲインを含む k ないし r を得る。労働分配率に変化がなければ労働報酬の成長率も rb である。 $b < 1$ であるため、 $rb < k$ となる。

すなわち、国家は株式会社とみなされ、その財産所有者である資本家は、資本コスト相当の富の増加を期待できるが、労働報酬の成長率は資本家の富の増加を下回る。この格差は、複利計算の原理で拡大していくことになる。この結論は、その導出方法が全く異なるものの、資本利益率 $r >$ 経済成長率 g の不等

5) Cf., Gordon (1959)

式に着目したトマ・ピケティ (Thomas Piketty) の『21世紀の資本』(LE CAPITAL AU XXI^e SIECLE) に類似する。イノベーションが起これば、超過利潤をもたらす、既存資源の生み出す価値は期待された成長率を上回る。労働報酬と株主の報酬の乖離が進むことになる。株価モデルは、格差問題を内包していたのである。

そして、ここから問題を再考しなければならない。株主重視経営がもたらす負の部分は株式会社の構造と株価モデルを考察することで明らかになる。それは、グローバリゼーションの中で、格差を生み出す元凶となる。株主重視経営が社会の富の創造に矛盾するようでは意味がない。企業が株主価値の最大化を目指すことで、時間にわたる資源の最適配分を実現し、社会の富を高められなければ、株主重視経営は社会的に承認されない。

3) 市場の失敗と制度の補完

新古典派経済理論は、市場の資源配分機能を万能視する傾向にある。資本資産評価理論の礎となったMM (Modigliani, F. and Miller, M.) 理論に代表されるように、国富は資産サイドの評価によって決まる⁶⁾。市場が資本資産の価値を決めれば、自動的に資本が供給されるという考え方であり、典型的な新古典派モデルである。しかしながら、MM 理論が税制や倒産という制度によって修正を迫られるように、国富の評価モデルも市場理論のように単純明快にはいかない。MM 理論が所与としている諸問題を考慮しなければならない。実際には、現在および将来の資源配分は、市場のみに依存するわけではなく、政府や企業組織によって補完されている。将来の資源配分に関しては、証券市場と銀行や保険などの金融機関が競い合う。国家の資産形成は、毎年度の予算会議で決められるが、国家予算も民間投資も、家計貯蓄の水準や在り方と関連することに疑問はない。

資本の蓄積水準や事業の構成はベンチャーや成長企業、成熟企業の構成を決め、投資家の所得とリスク負担、そして資本コストを決定する。貯蓄水準は事業規模を制約する。既存事業の成長率が高ければ、新規事業への投資は後回しとなり、起業活動は制限される。リスク回避的な投資家が多ければ、既存事業の投資が優先され、イノベーションが抑制される。株主重視経営は、将来のキ

6) 亀川 (2009-a) および (2009-b) を参照せよ。資産の加重平均資本コストを論じている。

キャッシュフローとリスクを様々な情報に基づいて評価し、資源の最適配分を行う市場理論に基づいている。

所得水準が低く、貯蓄の少ない段階では、第一次産業中心の社会となり、貯蓄水準の上昇とともに第二次産業が成長し、その資本蓄積の進展で第三次産業に資源が回る。国家の資産は、自然資源(土地)から製造業や商業資本などの有形固定資産が増加する。これを支えるのは、銀行や証券会社を介した家計貯蓄である。家計貯蓄の絶対額は社会の資本蓄積の大きさであり、衣食住を満たす貯蓄水準に達するとリスクの高い無形資産が増加し始める。所得水準と表裏一体の貯蓄水準が産業組織を決めることになる。

新興国は製造業の資本不足により、その投資がリスクを負担せずに高い利益率を実現する。日本がそうであったように成長期の国々では銀行からの借入により事業を遂行し、成長させてきた。既存事業の成長率が高ければ、新しい事業に資源を回す必要も余裕もない。既存事業が生産する財やサービスが依然として不足しているのである。

しかし、財やサービスが普及すれば、消費性向が低下し、貯蓄水準が高まる。それは、既存事業の収益性の低下として現れ、リスクのある貯蓄手段が選択肢となる。既存事業の成長率鈍化が新たな事業への投資を促進することになる。貯蓄水準は、これを運用するリスク事業と関わっている。

いかなる国でも、将来を確実に予想できる事業を計画することはできない。既存事業の成長が停滞し、成熟段階になれば、これまでとは質の異なる事業を実施する余地が生まれる。しかしながら、新規事業は、これまでの経験値が意味をなさない。起業家による主観的な評価と起業家を支援する特定の投資家の存在がカギを握る。不確実性や高すぎるリスクを回避すれば、起業には繋がらない。少なくとも、所有と経営が一致した個人企業や上場しない会社形態であれば、私有財産のすべてを投機的な事業に出資することはできない。しかし、株式会社が発行する少額に分割された株式投資は、高いリスクの事業に対しても資金が集まる可能性を持つ。

多種多様な新規事業が企画され、分散投資によりいずれかの事業の成功が期待される。一方、不確実性の高い事業に投資資金が集中すると、実態の伴わない事業活動がバブル形成の可能性をもつ。期待が実現困難であると認識され、投資資金の回収不能が露見した時点でバブルは崩壊する。株式市場が同じ方向

に熱狂することがあれば、特定の分野に新規事業が乱立し、数年間にわたり資源を集めた後で消滅する。古くはチューリップの球根や南海泡沫事件があり、近年でも IT バブルや不動産バブルが起こっている。それは産業の新陳代謝として捉えることもできるが、失業と所得格差をもたらす要因となる。高いリスクの事業は、その成否にかかわらず一部の株主の利潤獲得の手段となり、多くの大衆株主の損失と雇用された労働者の失業が、その犠牲となる。

しかし、資本供給者の多くがリスク愛好的であれば、多種多様なベンチャーが出現し、そのいずれかが成功して社会を牽引することになる。リスク愛好的投資家は、単に株式投資に積極的であるだけでなく、新興市場における新株発行増資を引き受ける。他方、リスク回避的の社会では、投資家は株式市場における投資に消極的であり、銀行預金や保険、優良企業の社債や国債を所有する。投資家が安全資産を求めれば、リスクの高い新規事業の資本調達に困難である。

4 日本企業の株主重視経営

株主重視の経営が企業価値の成長に資しても、GDP や国富の成長に寄与しなければ見直しを迫られる。たとえ、量的な成長に貢献しても、質的な豊かさなど、国家の望ましい姿と乖離すれば持続できない。物質的な豊かさを享受できるようにになれば、精神的な環境や自然環境への配慮など社会的費用を意識するようになる。こうした豊かさに対する人々の効用は、経済の成熟度に関係する。

日本の高度経済成長期には、生活必需品の物質的な拡充と、そのための企業規模の拡大が優先された。相対的なモノ不足の状態は、生産すれば需要に結びつき、企業は生産設備の増強のために資金調達に追われた。企業の設備投資資金を賄うために、政府は家計の預貯金を奨励し、節約を美德とする価値観を醸成した。累進課税制度などもあり、所得階層の中心は平均所得の近傍にあるため、一般的家計の零細な貯蓄が銀行を介して集められ、成長企業へ融資される仕組みを構築したのである。新興国の多くが同じような経路を辿ることはよく知られている。低賃金と先端技術の設備投資によりキャッチアップできるため、コスト競争力が高く成長の速度も速くなる。

日本の場合には、戦後の財閥解体により、メインバンクを中核とした企業グ

グループが形成された。グループ内企業に資源配分を行う情報はメインバンクに集中するシステムを構築していた。メインバンクはラストリゾート機能を果たすことが期待されたため、株式市場における投資家は、倒産コストを意識することなく株式投資を行うことができた。

銀行依存型の社会構造ではあったが、高度経済成長期から安定成長期、さらには成熟期となる80年代にわたり、日本の株主は相対的に高い収益を確保してきた。GDPが成長し、家計の所得増加に応じて消費も増加した。表1と表2に示すように⁷⁾、1966年から91年までの日米独を比較した株式投資収益率は、日本が15.36% (名目)、9.88% (実質)であり、米国は10.69% (名目)、4.87% (実質)、そしてドイツが9.42% (名目)、5.82% (実質)となっており、日本の株式投資収益率は名実ともに高かったことがわかる。また、そのリスクを示す変動係数(標準偏差を平均値で除した値)は、日本が1.12% (名目)、1.93% (実質)、米国1.23% (名目)、2.86% (実質)、ドイツ1.85% (名目)、3.07% (実質)となっている。国債利回りとの差で示すリスクプレミアムも、日本が8.57% (名目)、米国3.52% (名目)、ドイツ4.91% (名目)と高い値となっている。

1966年から75年の平均株式投資収益率と変動係数、リスクプレミアムを比較すると、日本の株式投資収益率は17.64% (名目)、9.06% (実質)、変動係数は、1.11% (名目)、2.47% (実質)、リスクプレミアム9.86% (名目)であり、米国は株式投資収益率3.09% (名目)、-0.16% (実質)、変動係数3.26% (名目)、-8.64% (実質)、リスクプレミアム-1.77% (名目)、ドイツは株式投資収益率5.42% (名目)、0.98% (実質)、変動係数3.13% (名目)、17.28% (実質)、リスクプレミアム0.97% (名目)である。この時期は、日本が高度経済成長期から安定成長期に入る時代である。

76年から85年の株式投資収益率は、日本14.0% (名目)、9.34% (実質)、変動係数0.56% (名目)、0.95% (実質)、リスクプレミアム7.29% (名目)、米国の株式投資収益率は、14.46% (名目)、7.25% (実質)、変動係数0.84% (名目)、1.69% (実質)、リスクプレミアム5.50% (名目)、ドイツは株式投資収益

7) 亀川(1996) pp. 115-121に掲載した図表を再構成して掲載している。元のデータは、経済企画庁編(1992)『平成4年版 経済白書』、日本銀行統計(国際)局(1976, 79, 92)『外国経済統計年報』、野村総合研究所(1971, 80, 86, 94)『証券統計要覧』から作成したものである。

表1 1966～91年株式投資収益率の日米独比較

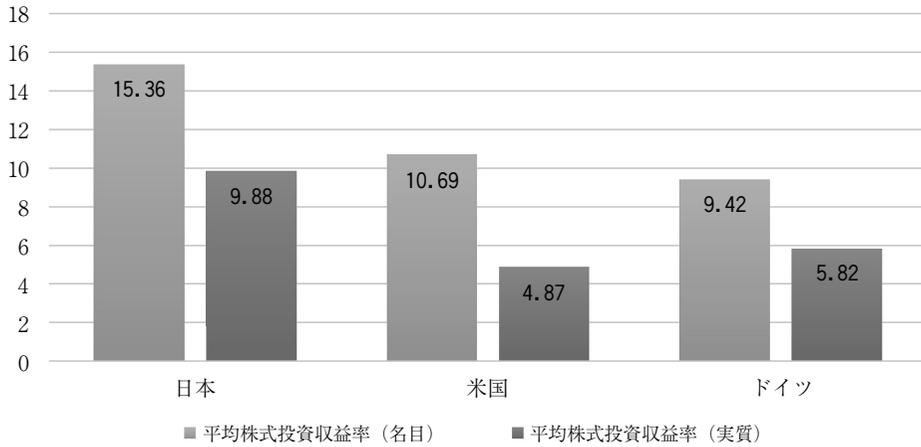
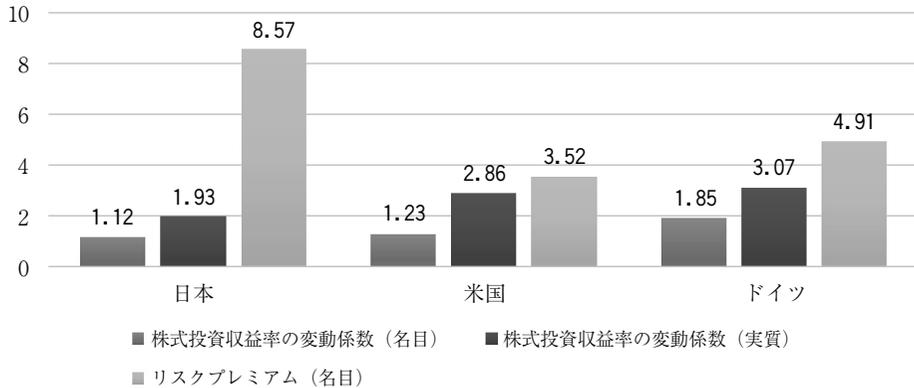


表2 1966～91年株式投資リスクの日米独比較



率 12.7% (名目), 8.81% (実質), 変動係数 1.11% (名目), 1.62% (実質), リスクプレミアム 8.25% (名目) となっていた。日本は安定成長の時代となり, 2度目の石油ショックと 80 年代初頭の景気低迷期を含む時代であるが, 実質ベースで最も高いパフォーマンスを上げている。

86 年から 91 年は, 日本の株式投資収益率は 13.81% (名目), 12.15% (実質), 変動係数 1.86% (名目), 2.03% (実質), リスクプレミアム 8.56% (名目), 米国の株式投資収益率は 15.7% (名目), 11.67% (実質), 変動係数 0.79% (名目), 実質 1.02 (実質), リスクプレミアム 3.52 (名目), ドイツの株式投資収益率 10.64% (名目), 実質 8.92% (実質), 変動係数 2.27% (名目), 2.5% (実質), リスクプレミアム 5.91% (名目) となっている。この時期は日

本のバブル期である。

いずれにしても、各期間に多少の差はあるが、この四半世紀の日本的経営は、低いリスクで最大のパフォーマンスを示していたのである。株主重視経営を標榜することなく、図らずも、株主の富最大化が実現していたのである。

欧米へのキャッチアップを目指す時代は、国や企業の目的変更は稀有であり、先進諸国の技術導入と設備投資が成長のカギを握っていた。欧米の成功企業を模倣し、規模の経済性を追求するコスト重視の経営が行われた。70年代には、国内需要を上回る企業規模に達しており、ニクソン・ショックや2度の石油ショックを経て、成長率に急ブレーキがかかる。80年代には資本取引は原則自由化し、日本のキャッチアップは終了していた。

70年に1ドル358円(インターバンク)だった為替レートは、85年に203円、90年に145円になっていた。90年の実質平均賃金コストは、日本を100とすると、韓国34.3、台湾31.4、香港22.0、シンガポール22.5、フィリピン4.7、インドネシア3.6、マレーシア7.0、タイ4.8であった⁸⁾。90年までには、多くの日本企業が利潤を求めて海外に進出していた。したがって、閉鎖的経済社会の制度設計から、海外市場を求めた開放的制度への転換が迫られていたのである。

しかしながら、高度経済成長期の日本的経営モデルが慣性の法則のように継続していた。80年代に稼得した日本企業の潤沢な資金は、メインバンクを中心とした資源配分機能に委ねられ、ベンチャーや新規事業の開拓よりは、既存事業の海外進出や海外企業のM&A、それに国内株式や不動産に投資された。それは、生産手段の価値を反映しないバブルを形成するが、株価上昇により、経営者も投資家も現状を追認していた。

バブル崩壊は日本企業を長く停滞させる。高度経済成長期から続く日本的経営の構造改革が必要とされていたのである。一方で、グローバル化した経済は、市場競争を激化させ、技術進歩を加速させた。企業は、絶えず目的の変更や準備状況の見直しを迫られ、戦略の再構築に直面する。日々の情報が企業経営に影響を与え、企業間および企業内の資源配分に変化を迫る。新たな情報が経営を左右し、資源を速やかに移動させねばならない。資源の最適配分を速やかに

8) 亀川(1996) p. 27に掲載したデータであり、元データは日本銀行『日本銀行月報』1993年12月である。

行わねば社会の富は維持できない時代である。メインバンクを中心としたグループ企業内の資源配分とこれを前提とした継続的取引は、こうした環境変化に柔軟に対応できる構造ではなかった。

経営者が新たな情報を取捨選択し、PDCA サイクルを回すとともに、不特定多数の株主が経営者の発信する情報と自ら入手する情報を照らし合わせて株式会社を評価する。効率的市場の形成は、時々刻々と流れる情報に基づき、多種多様な投資家が売買を繰り返しながら企業を評価していく。不特定多数の投資家の試行錯誤的な売買プロセスが投資家の利潤・損失を実現する中で、適切な企業評価を発見することになる。個々の投資家が自らの責任で情報を収集し、これを解釈する市場の厚みが資源配分に必要な条件となる。

もはや、銀行による情報の一元管理は不可能になった。メインバンクによるグループ内企業への計画的な資金配分が意味を失い、かつての財閥系の企業グループを含む系列取引なども再構築されることになる。資源配分の機能は、銀行から株式市場に移ることになる。

環境変化が激しい時代は、個々の私有財産価値も環境への適応の可否をめぐり大きく変動する。このリスクを積極的に負担できる仕組みは株式会社制度と証券市場の整備により可能になる。リスク負担とは所有資産の価値の増減にリンクした利潤と損失を引き受けることである。投資家にリスクを負担させるためには、情報コストを含む取引コストの引き下げを実現し、自由な売買を保証しなければならない。不特定多数の投資家が情報を取捨選択し、自己責任において情報を評価して売買する。私有財産の価値は、この売買に依存して決まる分権的制度となる。特定の利害に基づく株主や一定期間にわたり株式を保有し続ける株主は、情報コストを負担せず、私有財産制度の自己責任を放棄する。それは、最適資源の配分に貢献しない株主である。

株価を高める目標を採用し、その評価を適切に評価する市場を形成することで社会の富は最大化できる。一部の投資家が相場操縦できる市場は資源の最適配分とはならない。為替相場に敏感な外国人投資家が主導権を握る市場では資源配分は困難である。インサイダー取引や会計不正など、特定の関係者に利する情報の独占や隠蔽は、市場機能を損なう。経営者が策定する中長期の経営目標は、その内容を株主に問いかけ、不特定多数の株主が評価する株式市場のシグナルに基づき修正されねばならない。このPDCA サイクルが株主重視経営

であり、コーポレート・ガバナンスの中心的課題である。

すなわち、株主重視経営が資源の最適配分を実現するには、不特定多数の投資家が同じ条件で情報を集め、自己の責任に基づいて売買を行い、その市場価格をシグナルとして、将来の資源配分がなされなければならない。株主重視の経営目標は、経営者の利己的利益や独断的意思決定の入る余地を残しては実現しない。日本経済が先頭集団に仲間入りした時点で、経営者の意思決定は市場が決める。特定の利害関係者に与する経営ではなく、株主重視経営を目標にせざるを得ない⁹⁾。

しかし、株式会社は、その成長と発展の見返りに、社会に格差をもたらすことになる。家計の金融資産が増加する中で、金融資産を持ってない世帯が増加している。家計の世帯調査によると、金融資産を所有していない家計は1968年で22.2%であった。これが60年代後半には6%前後までに減少していた。70年代の平均は5.4%、80年代も5.6%であり、所得の増加は格差の是正にも貢献していた。しかし、90年代になると平均9.6%に上昇し、2000年～2009年は21.6%、2010年～2015年は28.2%に上昇した¹⁰⁾。家計の金融資産が増加する中で、金融資産を所有していない世帯が増加する傾向は、格差の拡大を反映している。

5 銀行依存型社会と株主依存型社会

高度経済成長期には、銀行がリスクの小さな事業に融資し、帳簿上の自己資本比率を低下させたが、日本企業の成長に伴う株式価値の増加が倒産コストを意識させなかった。キャッチアップ経済は、目的が明確であり、事業に関わる様々な知識や技術が確立している。製品に関する技術のみならず、サービス業のノウハウや取引に関する制度設計も模倣可能である。

事業の計画は、先行した欧米企業の実績に基づき、起こりうるイベントが確率的に把握できる状況にある。保険事業と同じく、確率的な把握が可能であれば銀行は融資の有無と金利水準を決定できる。規制金利下であれば、高いリスクは融資に応じられない。高度経済成長期は、資本不足の経済状況にあり、リ

9) 株主重視経営の矛盾点に関しては、ガバナンス問題を含めて亀川(2015)で論じている。

10) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世帯調査」

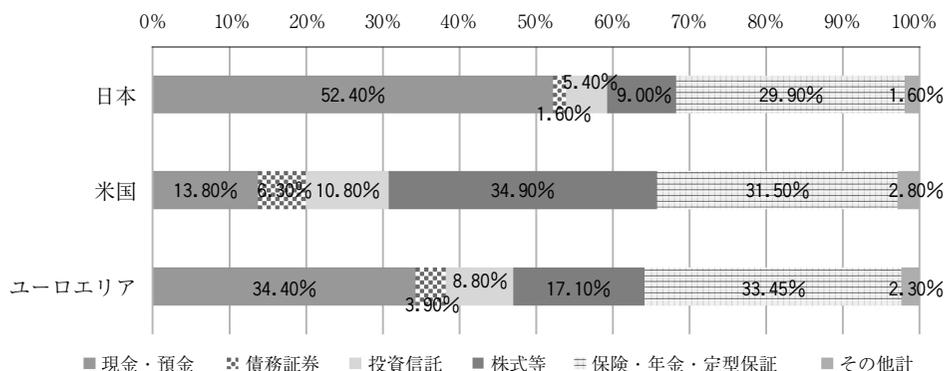
スクの小さな大企業への融資を優先し、中小零細企業への融資は後回しになった。規模の利益を追求した大量生産により、コストを低下させ、製品を普及させることに主眼があった。この目標は、政府と銀行の計画的な資源配分により実現したのである。

成熟段階に達すると、量的成長は望めず、質の異なる新規の需要を創出しなければならない。新規事業は、研究開発投資や閃き等の問題の発見からはじまる。事前には、問題が発見されるか否かも判然としない。問題の発見後に、その解決方法が事業として認識される。しかし、具体的な解決方法が見つかるとは限らない。現状分析に基づき、コストとリターンを秤にかけねばならない。需要の有無は、発見した問題の大きさに依存する。新規事業の運営は未経験であり、需要予測もままならない状態で新たな技術や制度を設計しなければならない。そのため、期待される結果の確率分布は描けない。

それでも、こうしたリスクの高い事業に着手しなければ、事業は衰退し、株式会社の価値は低下していく。株式会社が株主の富を最大化し続けるには、リスクを取り込まねばならず、そのリスクは、株主が負担しなければならない。新規事業の資金は、銀行ではなく株主によって供給され、新しい知識や技術は、株主が支えることになる。それゆえ、新しい事業の成長と発展には、リスク負担の範囲を拡げる株主層の増加が必要不可欠となる。銀行依存型社会から株主依存型社会への以降は、新規事業のリスク負担構造を変えることを意味する。株主という資本供給機能は、現状追認型の管理機能から新しいことを生み出す起業家的経営者の支援機能に変わる。

リスク資産への投資割合は、家計貯蓄の構成により影響を受ける。家計貯蓄が銀行などの預貯金の形態であれば、リスク資産への投資は控えられるが、株式投資に回ればリスク資産への投資が選好される。銀行預金で供給される投資は、リスクの小さな投資回収が見込める事業である。所得水準が低い段階では必需品が優先され、財・サービスを供給すれば需要される。このような段階は、資本供給のリスクは小さいが資本も不足しており、家計の金融資産に占める銀行預金の割合が高い。所得水準が上昇すれば、リスクを負担する余裕が生まれ株式投資の割合が高まる。所得水準の高低が株式投資割合の高低につながり、リスクを伴う事業の多寡に影響する。しかし、日本はGDPの水準が上昇したにもかかわらず、依然として預貯金の割合が高く、リスク回避度の高い投資家

表3 家計の金融資産構成



日本銀行(2016-a)「資金循環の日米欧比較」より作成

層が多い。

日本の家計貯蓄は1,700兆円(2016年)を超え、企業の投資水準は非常に高く、既に製造業から第3次あるいは第4次産業や第5次産業などと呼ばれる情報通信関連への従事者が増加している。しかし、成熟経済に望まれるリスクを伴う事業の従事者が増えているとはいえ、十分とは言えない。家計の純貯蓄率は2000年以降、急速に低下しており、団塊世代の高齢者世帯が預金を取り崩し始めている。高齢者は、リスクのある金融資産を選択できない。

表3は日米ユーロの家計の金融資産構成を示している。リターンを生まない現金・預金が50%を超え、株式は9%に過ぎない。貯蓄手段が一貫して預貯金に依存しており、銀行依存型社会になっている。

他方、米国の家計は現金・預金が約14%、株式投資は約35%である。投資信託での運用も日本の倍になっている。米国は株式市場における株主に依存して事業を行う株主依存型社会である。ユーロエリアは、日本と米国の中間である。いずれの場合でも、多くの株主資本が参入しなければ、リスクのある新たな事業を創業することはできない。

金融資産の構成割合は、所得水準に加えて、所得分布(格差)により影響を受ける。国民の99%が貯蓄ゼロで、上位1%に所得が集中すれば、多くの貯蓄がリスク資産に分散投資できる。一定の預貯金を確保すれば、所得増加に伴う貯蓄は株式投資に向かうが、国民の平均所得が中央値にある場合、全体の所得が増加するまでリスク資産への投資は控えられる。年収500万円の世帯は、リスクの少ない貯蓄手段を選択し、零細な貯蓄を積み立てていくが、年収1億

円の世帯は、積極的にリスクを伴う金融資産へ投資する。日本の家計所得は、格差の少ないまま成長したため、家計貯蓄に占める預貯金の割合は高いまま推移した。

所得分布により、各自の金融資産の構成割合が異なり、その集計値が家計の金融資産構成となる。それゆえ、格差社会は株式投資の割合を増加させる。しかし、株主依存型社会が格差社会をもたらすという逆の因果も成立する¹¹⁾。両者の関係に相関があれば、いずれの仮説も成立しそうである。

加えて、日本的経営と呼ばれる年功序列型賃金制度が、若年層より高齢層の所得を多くした。このため、リスクをとれる若者の貯蓄が株式投資に向かわず、退職金などのリスク回避的な高齢者の貯蓄が預貯金として滞留した。株式市場に流入する資金は少数の比較的所得の高い若年層と資産を保有する裕福な高齢者の貯蓄に制約されてきた。

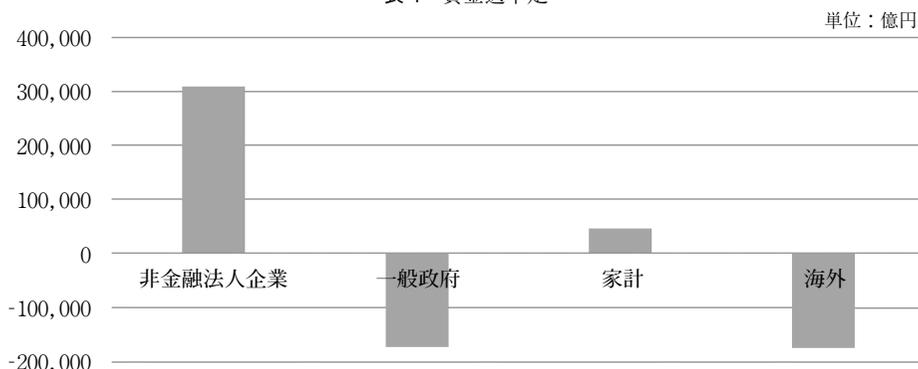
このように日本の家計貯蓄は、依然として銀行に資金が集まり、資本形成の多くを銀行の預貯金で賄う銀行依存型社会にある。家計貯蓄の絶対額が多くと、個々の家計の貯蓄水準が十分に高まらねば、リスク資産へ投資は難しい。家計が銀行預金を選択すれば、預貯金は企業等への貸出に向かわねばならず、社会全体の生産手段は過剰投資となる。日本の設備投資比率や資本係数が国際的に高いのは、このような過剰投資に原因がある。過剰投資の状態が続けば、純貯蓄は企業から公共事業や海外事業に流れる¹²⁾。

表4が示すように、日本では、家計以上に企業が余剰資金を抱えている。本来、事業法人は資金需要を有する資金の赤字主体でなければならない。現状で

11) 家計貯蓄の構成比と所得水準や所得格差の関係は、検証する価値のある仮説である。2015年の1人当たりGDPは米国56,084ドル、日本32,479ドルである。ユーロ圏の中心であるドイツは40,952ドル、フランス37,653ドルと高いが、南欧はイタリア29,867ドル、スペイン25,843ドル、ポルトガル19,117ドル、ギリシャ17,989ドルと低い。これらの所得水準と所得格差を加味した検証が必要である。2013年のジニ係数では、米国が0.39と高く、日本は0.33である。他方、ドイツとフランスは0.29、ギリシャ、スペイン、ポルトガルの3国は0.34、イタリア0.32となっている。ユーロ圏では所得と格差が逆相関となっている。所得の捕捉率の違いや株式会社制度の相違、リスクに対する国民気質等もあるため、安易に結論を導けないが、仮説としては意味がある。

12) 周知のようにGDPは、(貯蓄－投資) = (政府支出－税収) + (輸出－輸入)という恒等関係になっている。貯蓄>投資であれば、過少消費を意味し、政府の財・サービス購入か、海外需要に依存することになる。貿易収支は赤字基調であるが、海外事業の買収や直接投資などは旺盛である。

表4 資金過不足



日本銀行(2016-b)「2015年度 資金循環」より作成

は、企業と家計の過剰な貯蓄が、国内に魅力的な投資機会を発見できず、政府と海外に流れる構図である。既存事業では企業組織の成長余地も、新たな企業の参入も期待できない。人口の減少により売上成長が見込めなければ、資本収益率は低下の一途をたどり、国内投資の合理性はない。

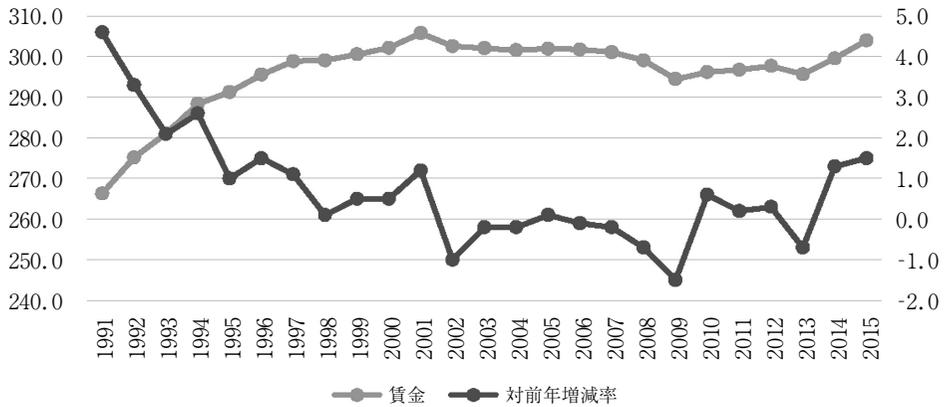
企業の余剰資金が預貯金の形態で保有されることも問題である。家計貯蓄と同じように、企業が預金口座を持てば、銀行は貸出しに回さねばならず、企業の過剰投資を乗数的に増やす。

過剰投資とは、売上に対して資産規模が大きく、従業員を多く抱える状態である。限られたシェアを奪い合うために、価格競争や差別化競争が行われる。価格競争は一定の品質競争を前提とした価格切り下げである。品質を落とせば価格競争の土俵に上れない。労働時間をかけながら価格競争を強いられれば、労働生産性は低く、収益性の低下に直結する。

表5に示すように、過剰資本は雇用を増やすが、労働者の賃金は上昇率を低下させ、1990年代後半以降対前年比の増加率は±1%前後で推移する。過剰資本は失業率を低くする一方で、賃金上昇率を抑制しているのである。

一般に、差別化は価格を高め設定できるため、直接的な収益性の低下には結びつかない。しかし、多くの企業が価格競争と並行して差別化を行うため、限られた市場を細分化し、広告宣伝費やその他の営業コストの負担増が収益を悪化させている。その結果、売上に対する労働者数が増え、低い労働生産性と1人当たり所得の伸び悩みとして表現される。労働生産性に関しては、先進7カ国(米、仏、伊、独、加、英、日)で最低であり、OECD加盟34カ国でも21

表5 賃金増減の推移



厚生労働省「平成27年賃金構造基本統計調査 結果の概要」より作成

位（2014年）とされる。とりわけ、サービス業の生産性が低い理由として、機械化やIT投資の問題、高齢化等が挙げられるが¹³⁾、基本的原因は過剰投資と過剰生産（サービス過剰）である。

期待される利益率が低いために株式や債券への投資魅力は低く、株価および債券価格は上昇しない。企業の過剰投資は、B2Bの企業数を増やし、資産規模を拡大させ、そこに従事する人を増やしている。

銀行依存型社会は、家計と企業の現在の所得の成長が預貯金の増加となり、それが銀行貸出となって、企業の資産増加に繋がっている。その資産の成長過程は、漸進的であるが着実に社会全体に浸透し、過剰資本の社会を形成する。リスクを伴う戦略的な投資ではなく、既存資産の更新投資と拡張投資による厳しいコスト競争であるが、マスマーケットでのシェアの奪い合いには限界があり、次第にニッチな市場の差別化競争の追求に繋がっていく。ニッチ市場を視野に入れる開発投資の負担は、収益性に対する強い圧迫要因となる。開発に携わる人材が多くなれば今期の収益性を犠牲にしなければならない。有形・無形の資産に対する過剰投資が収益性の悪化をもたらしている。

成熟企業が潤沢な資金を預貯金として保持する一方で、競争の前線にある企業は開発投資を積極的に実施しなければならない。新規の技術や製品を有するベンチャーが多数存在すれば、自前で開発せずにベンチャーの買収も選択肢になる。しかし、新興市場のための株式市場が整備されていなければ、起業する

13) 日本の労働生産性は購買力平価換算で約740万円（日本生産性本部）

ベンチャーの数は少ない。既存企業は、自社内で多数の開発組織を持たねばならない。成功確率が高くなったベンチャー企業の買収と異なり、自前の開発組織は損失覚悟の投資である。

ベンチャーの成功確率が低いように、開発組織のリスクは高い。従業員の継続的雇用を前提とすれば、企業全体の収益率低下は必然である。企業内に潤沢な資金があれば、開発組織は維持され、低収益企業として評価される。銀行借入に依存した投資であれば、返済期間にわたり負の遺産となり、新たな事業への投資が抑制される。規模の大きな事業の失敗は、企業自体の倒産と銀行の不良債権となる。

しかし、たとえ成功した事業であっても、ニッチな市場向け事業であれば、その高い収益率は成熟した事業収益との加重平均により薄められ表面化しない。日本企業の ROA や ROE が低いのは、銀行依存型社会に起因する過剰投資ゆえの必然的結果なのである¹⁴⁾。

企業の投資が新規雇用をもたらすが、それは相対的に家計消費に結びつかない過剰貯蓄となる。企業の投資を通じて経済成長をもたらすが、家計消費が増えないために実感を伴わない成長となる。相対的過剰資本は金利と企業資本の利益率低下に繋がっている。

他方、米国のような株主依存型社会ではベンチャーの独立起業に株主の資本が供給される。リスクの高いベンチャーには株式投資の魅力がある。無限の利潤と損失の下限(有限責任)が革新的な成長事業に資本を集中させ、一挙に大企業を誕生させる。その結果、銀行依存型企業社会と異なり、短期間に独占的企業が誕生する。独占や寡占企業は、企業規模に対して相対的に供給量を抑えることで、高い資本利益率を実現する。たとえ、独立したベンチャー企業が失

14) 日本企業の ROE が低いのは、過剰資本に原因がある。そもそも株主重視の指標として財務諸表の価額に基礎を置く ROE は役に立たない。リスクが高く収入の実現までに時間がかかる事業には、銀行貸出しではなく、株主資本に依存しなければならない。収入実現までの期間にわたり、ROE はマイナスや低い値となるが、将来収益の期待によって株主は資本を供給する。ROE と資本コストは視野に入れる時間が異なっている。前者は過去の投資に基づく計算であり、想定される未来は期間損益の予算であるが、後者は未来の投資が生み出すキャッシュフローの期間が評価基準となる。

したがって、ROE に囚われず、将来情報に基づく市場環境を構築しなければならない。ROE が高いことが投資の尺度にはならない。これは経済産業省(2014)の伊藤レポートを批判的に捉える見解である。

敗して倒産しても、低収益の企業資本が清算され、高収益の企業資本のみが資本利益率の計算対象とされる。事業の失敗は、負債の返済などの負の遺産とはならず、ゼロからの再出発が可能になる。

一般に、成熟した株式会社では新株発行増資が少なく、主要な資本調達手段は内部留保となる。流通市場の売買が活発な場合でも、新たな資源の雇用にはつながらない。単に所有権が移転し、企業の相対的価値が評価される。投資機会が発見できなければ、資金を内部に滞留させることなく、自己株を取得し株価を上昇させる。新たな資本参入がないため、組織の規模拡大や企業数は増加せず、ROA や ROE は高止まりする。資本財の生産活動は縮小し、相対的に過少な投資と過大消費により収益性が高まり、株価および債権価値は高く評価される。過少投資は、B2B の従事者を相対的に少なくし、B2C を多くする。企業の投資が控えられ、家計の消費が刺激される。相対的過小資本は金利と資本利益率の上昇となり、経済成長を実感する。

資本主義経済が資本蓄積を加速するシステムであるとすれば、過剰投資の傾向は構造的に明らかである。しかし、他方で、株主のリスク負担により経済発展を支える構造でもある。株式会社である以上、株価を高める経営を至上命題とする。過剰な既存資産が資本利益率を低下させれば、資本の流れをリスクの高い新規事業に振り分けねばならない。日本が過剰資本の状態にある以上、国内外の相対的過小資本の事業領域を探索し、投資効率を高める新たな投資機会を発見しなければならない。

投資機会の発見プロセスは、投資家による情報の取捨選択のプロセスである。既述のように、株主による株式の売買は、企業が開示する情報やその他の社会に取り巻く多種多様な情報に基づき、新たな投資機会を発見するプロセスである。投資家は、現在入手可能な情報により将来のキャッシュフローを予想する。時々刻々と改定される価格は、新情報に基づく新たな資源配分を意味している。それゆえ、情報に敏感に反応する投資家の売買活動が阻害されれば資源配分にも支障をきたす。短期の売買は、短期志向として批判すべきではない。情報開示が、株式売買に結びつかない状況は資本主義の発展を阻害する。

銀行による融資が契約時の財務諸表を中心とした企業の過去情報に限定されるのであれば、変化の時代の資源配分機能を担えない。世界のあらゆる地域の情報に反応するため、世界中の投資家が売買できる市場を形成しなければなら

ない。

6 株式会社のグローバル化と格差問題

1) 市場経済がもたらす格差

株式会社が株価を最大化するための成長を志向するのであれば、株価モデルが示すように株主と労働者の所得は乖離し、格差を拡大していく。利潤を求め成長志向により、株式会社は必然的に国境を越える。高い資本利益率を目指し続けることで、株式会社の価値は最大化する。そのプロセスは、新興国の雇用機会を拡大し、所得の絶対水準を引き上げる一方で、格差の拡大や失業、労働者のストレスを増幅する。

米ハーバード大学の研究者が提唱する革新的製品やサービスを生み出す「経済複雑性指標」¹⁵⁾で、日本は何度も世界一にランクされており、直近では2000年から15年間にわたり連続して、この地位を堅守している。にもかかわらず、日本企業の資本利益率は低く、企業利益やGDPの成長に結びついていない。それは銀行依存型の構造によって、国内に過剰資本が蓄積し、過当競争の状態に陥っているためである。

この陥穽から抜け出す目的で、1996年から2001年にかけて日本版金融ビッグバンと称する金融制度改革や2001年から2006年までの小泉内閣による市場至上主義的構造改革を実施した。こうした制度改革は、徐々に日本社会を変貌させており、銀行依存型から株主依存型企业への変化を受け入れている。

株式市場や労働市場の制度変化が日本的経営を変化させている一方で、家計の金融資産に占める預貯金の割合には変化の兆しがない。預貯金から株式投資への道筋がつかないために、「カネ余り」と称する過剰資本状態に変化がない。過剰資本は、在庫調整と倒産の増加により解消されるが、このプロセスは労働者の所得減少と失業の増加をもたらす。

製造業では、生産設備などの有形固定資産が過剰に蓄積することで、国内市場は飽和状態となり、商品価格を低下させ、資本利益率の低下と雇用の抑制に導いた。製造業の過剰資本は、サービス産業に移動し、利益と賃金を引き下げる。先端技術の領域でも、無形資産を形成する人的資源への投資が行われるが、

15) 『日本経済新聞』2016年10月3日

新たな産業に育つような革新的事業の成功は稀有であり、開発コストが平均的な資本利益率を低下させる。このプロセスのすべては、限界利益率の低下を意味し、既存資産の価値を高めると同時に、労働コストを抑制するコスト競争の激化につながる。

資産規模の拡大による価格競争と差別化の葛藤は二兎を追う過当競争である。価格競争のために海外事業展開が迫られ、国内製造業の産業空洞化が進行する。低賃金を求めて、株式会社が国境を越える。この資本輸出は、資本不足の国に資本を注入し、グローバル市場で資本利益率を均等化する。新興国への資本参入は、低賃金による高い資本利益率を実現するためである。

このプロセスで、グローバルな労働市場の賃金水準は上昇するが¹⁶⁾、資本を輸出する国の労働者は失業を覚悟しなければならない¹⁷⁾。日本のみならず、成熟した国の企業は雇用を増やせず、既存労働者の賃金も上げられない。国内の賃金水準が上昇すれば、株式会社は新たな低賃金の国を目指して国境を越える。賃金の上昇は、株式会社の撤退を誘発するため、最低賃金国の存在がすべての国の賃金上昇率を抑制する。

製造業に従事する不熟練労働者のみならず、子会社や孫請け会社の経営者に至るまでコスト削減の対象となる。高い報酬を得る経営者は、株主の富を最大化できた経営者に限定される。株式会社が低賃金労働者を求めて国境を越え、多国籍化することで、国内の生産要素はグローバル市場の価格に引き寄せられてきた。賃金水準の上昇した中国では、外資系企業のみならず、中国企業自身が中国市場から撤退しはじめ、海外 M&A を積極化させている。

労働者の賃金水準は、単純労働のみならず高度な専門的知識を有する技術者にも当てはまる。高度な生産技術は、各国の高度な専門教育と研究機関によって培われる。専門的知識と資本が結合することで、財・サービスとして生産・販売される。優れた知識や技術も、財・サービスとして利益を稼がない限り価

16) THE WORD BANK の貧困率のデータによると、世界の貧困率（1日1.90ドル以下）は1990年37.1%から2012年に12.7%に低下し、貧困層の人数も19億5,800万人から8億9,600万人に減少している。

17) OECD のデータによると、2000年から2014年の失業率は、ユーロエリア（19カ国）で7%代の後半から12%前後と比較的高い。日本は、3%代後半から5%程度と比較的低い水準にあるが、雇用の流動性が少ないために賃金の抑制効果が働いている。平均賃金は、失業率の高いイタリアやスペインと同程度である。

値がない。同一の財・サービスに具現化されねば、どれほど優れた知識や技術でも無価値である。経営者の報酬と同じく、株価を高めることのできる専門家が、その貢献に応じた所得を得る。しかし、最先端の知識や技術を学び、最先端の開発投資に関わる研究者も、株価上昇に貢献できない限り、グローバル市場の賃金水準に抑制される¹⁸⁾。

他方、株主は、低い労働コストと安価な開発費に基づく生産活動によって、グローバル市場の顧客から投下資本を回収し、より多くの利潤を享受する。たとえば、リスクのあるプロジェクトを実施しても、分散投資と有限責任によって損失を最小限に抑えることができる。経営者の報酬がストックオプションなどによって株主の富と連動すれば、株主の富を最大化しつつ、労働者やその他の従事者のコストが引き下げられる。

このように、企業のグローバル化は、株価の上昇を伴う企業価値最大化のプロセスである。株式会社は、株主資本コストに見合う投資計画を実施するため、株主は賃金水準の抑制と引き換えに富を享受し、資本家と同じ所得発生メカニズムとなった経営者の報酬を上昇させる。世界的な過剰資本は、株式会社による資本調達方法の成功であり、豊かな国の賃金水準を抑制する代わりに、貧しい国の賃金水準を上昇させている。このプロセスは、生産規模の拡大と労働者の所得増加によって、グローバル市場における資本利益率を減減させながら均等化させている。新規参入企業の資本利益率が低減することで、既存株式会社の価値は相対的に高められることになる¹⁹⁾。

したがって、資本利益率の低下にもかかわらず、株主の富は増加し、労働者との所得格差を拡大させていく。経済のグローバル化は、株式会社の利潤機会を拡げつつ、格差拡大に誘導しているのである。日本社会の格差が拡がりつつあるのも、株主依存型社会への傾向を強めているためである。絶対的な貧困水準を是正させつつ、資本家と労働者の所得格差は、地球規模で拡大していく。

しかしながら、賃金と利益率の均等化プロセスは、各国の市場制度やインフラなどの相違により、特定の国と特定の企業に資本と雇用を集中させている。

18) 類似の議論は、一流のアスリートにも言える。株式会社の利益に貢献できなければ、世界トップクラスのアスリートの所得も上昇しない。他方、株式会社の利益に貢献できるスポーツ選手は、トップアスリートでなくとも相対的に高い所得を稼働できる。

19) 成熟企業の期待キャッシュフローに変化がなければ、平均利潤率の低下による資本コストの低下により、株価が上昇する。

地域別貧困率を見ると、賃金が低くても資本参入しない国がある²⁰⁾。移転困難な知識や技術などの無形資本は瞬時に移動させることができない。社会インフラなどの物的資本の蓄積と法治国家としての制度要件、そして研究と教育の水準を評価して資本が参入する。一定水準の有形・無形資本の蓄積がなければ、いかに低賃金であっても資本は参入しないのである。技術先進国の過剰な生産能力は、リカードの比較生産費説の説得力を失わせ、国家間格差を拡大させている。特定の国の特定の企業に資本と雇用が集中し、その株式会社の株主と経営者の報酬を高めている。

2) イノベーションと格差

過剰資本は価格競争を生むだけでなく、差別化戦略にも投資される。「カネ余り」は、企業内の開発投資には追い風である。しかし、株式会社の株主は、株価最大化を求め、目に見える成果を期待する。成功した既存事業である「金のなる木」からベンチャーなどの「問題児」への資金の流れに慎重になる。「金のなる木」は、成功した事業であり、相対的に大きな事業組織となっているため、資源配分に影響力を行使する。他方、「問題児」は小さな組織であり、過去の実績がないために資源の請求力が弱い。企業内部の新旧勢力図は、旧秩序の破壊なしには変化しない。この破壊は、旧勢力の失業をもたらす可能性がある。この評価は、企業外部の投資家にも共通する。不確実性の高いベンチャーは敬遠され、短期的に成果の出る製品開発を好感する。既存の株式会社は、機関投資家の慎重な分析によって革新的な事業への開発投資が抑制される。

他方、「カネ余り」は独立したベンチャー企業には、追い風である。ベンチャー企業は、単一事業として革新的な投資を実施している。倒産しても有限責任であり、成功した場合の利益に上限はない。機関投資家は、その特性を理解した上で、ベンチャーへの分散投資を行うことができる。既存企業への投資魅力が低下している状況では、余剰資金の多くをベンチャーに投資することができる。

20) WORLD BANK の調査結果では、2012年の世界の貧困ラインを1日1.90ドルとした地域別貧困率を示している。東アジア・大洋州地域7.21、ヨーロッパ・中央アジア地域2.11、ラテンアメリカ・カリブ地域5.58、南アジア地域18.75、サブサハラ・アフリカ地域42.65となっており、調査できない地域もある。

過剰資本は既存企業の過当競争を誘発するだけでなく、純貯蓄が既存事業に再投資されることで資産インフレを深刻化させる。とりわけ、金融機関や不動産に流れ込む資金は、金融資産や不動産価格を騰貴させる。それゆえ、「カネ余り」は、失敗の可能性が高い山師的事業への投資を奨励する。当然、ベンチャーの多くは、経営を破綻させ、失業者を生む。株式会社は、資本結合の最高形態であると同時に、資本清算の最高形態であり、労働者を含む結合した資源を解散させる。そのために、労働市場を流動化させ、派遣法などの構造改革を要請することになる。市場化が進む国は、労働力を企業組織から分離させる制度設計に拍車をかけている。

株式会社は、人間の労働力が資本と同じく市場を往来できる仕組みを設計する。ベンチャーはイノベーションの源泉であるが、稀有の成功企業の誕生の前には、市場に放り出される多くの労働者が存在する。現在、成熟した先進諸国では、様々な規制緩和とフィンテックなどの金融技術がベンチャーへの追い風となっている。そのような中、日本のベンチャー投資は過去最高を記録し、10年前の構造改革が実現しつつある²¹⁾。金融機関が中心であった資金の出し手に大きな変化が生じている。

しかし、日本のベンチャー企業がグローバル標準となるようなイノベーションは少ない。リスク回避型資本供給が少ないだけでなく、規制緩和も十分とは言えない。事業に対する諸規制は、新規の製品やサービスが市場に普及するプロセスで設けられるが、既存の規制が新規事業の障害となることが多い。イノベーションが既存の秩序を破壊するため、現在の秩序の中で利益を享受する人々が抵抗するためである。

確認するまでもなく、イノベーションは必要である。既存の事業は、成長段階を経て成熟し、価格競争による労働賃金を抑制する。余剰資金は金融資産や不動産などの価格を高騰させ、株主と労働者の所得格差をもたらす。この格差を是正するには、既存事業を破壊して、新たな資本需要と労働需要を創出させる必要がある。すなわち、イノベーションによる事業改革は、資本と同じく、労働市場の高い流動性を必要とする。

労働の質の絶えざる変化が労働者に強いストレスを与えることは想像するま

21) 2016年1月～6月に未上場のVBが調達した資金は928億円、半期で過去最高を更新(日経新聞2016年9月5日)

でもない。ICT (Information and Communication Technology) や IoT (Internet of Things), そして AI (Artificial Intelligence) などの技術革新は、事業の生産関数を変化させる。その革新のスピードが速まれば、労働者の知識や経験といった知的資産の陳腐化を速めることになる。習得に時間と労力をかけて投資した機会費用は、回収されずに損失として労働者の富を毀損する。

他方、経営者は、特定分野の先端技術に捉われることはない。多種多様な専門分野の先端技術者を国内外で雇用することで株式会社の価値最大化に貢献できる。株主は、有限責任と分散投資により自らのリスクを軽減できるため、技術革新が速く、リスクの高いベンチャー企業への投資を選好する。したがって、株主の富最大化は知的労働者のストレスを高める原因ともなっている。

7 おわりに

グローバリゼーションは、株式会社の活動範囲を拡げ、その市場価値を最大化することに貢献した。市場至上主義下の株式会社は国境を越え、資本利益率を均等化すると同時に各国の賃金水準も標準化する。この活動は、労働所得の最低水準を引き上げる一方で、資本家と労働者の格差を拡大する。古くからある階級闘争が、新たな次元で表出している。株式市場は、相対的な不足を求める。新株発行増資は控えられ、価格競争を回避するために世界市場に販路を求める。国内における既存事業の資本供給は抑制され、独占的事業による利潤獲得を試みる。他方、ベンチャー企業への投資を積極化させ、起業家の生活を保障しながら、その上がりを搾取しようとする。

人口動態を見ると、成熟した先進諸国は人口が減少する一方で、資本蓄積が進んでいる。他方で、人口が爆発的に増加し続けている新興国は資本不足に喘いでいる。資本は株式会社の形態で賃金の低い国に流れ、人口の多い国の労働の賃金を上昇させる。そして、最貧国の賃金上昇過程は、一部の資本家に富を集中させることになる。

零細な資本家は、既存事業への安全な投資を選好しなければならず、一握りの巨大資本家はリスクを伴うベンチャー企業への分散投資を引き受ける。ベンチャー企業への見返りは、多数の事業の失敗を穴埋めする莫大な創業者利潤を生み出し、上場後に追従する零細資本家の富をも吸収してしまう。

最適資源配分を実現する市場とは、価値観に中立的な実験室を仮想した。しかし、現実の市場は、個々人の自由な経済活動で構築される価値観に中立的な秩序ではない。取引のルールは、建前上は1人1票の法律によって作られる。各国は、それぞれの政府によってルールを作り、市場という制度を構築している。株式会社と株式市場の制度やその統治機構は、各国のルールに従うことになる。1株1票の株式会社の制度設計が1人1票の国家の価値観を凌駕するとき、株式会社は国境を越えて暴走する。

株式会社の成長至上主義は、人間の強欲を駆り立てることで、格差を拡大している。富の再配分を前提としなければ、株式会社の優れた仕組みは1人1票の国家という仕組みと衝突し、持続できなくなるであろう。株式会社の長所を引き出し、イノベーションの果実を享受するには、富の再配分の構造を変革しなければならない。富の再配分は、各国の価値観に基づく政治的な意思決定となる。グローバリゼーションが国境の壁を取り払えないのは、国家の価値観の相違である。株式会社は、各国のローカルな価値観との共存を前提に、グローバリゼーションの主役にならねば持続できない。株主機能を発揮させる優れた仕組みを認識した上で、その欠点を補う社会装置が求められる。

参考文献

- 1) 経済産業省(2014)「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書要旨 平成26年8月6日
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-3.pdf> (閲覧日:2016年8月1日)
- 2) 日本銀行(2016-a)「資金循環の日米欧比較」日本銀行調査統計局 2016年6月22日
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf> (閲覧日:2016年9月23日)
- 3) 日本銀行(2016-b)「2015年度 資金循環」日本銀行調査統計局 2016年6月17日
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/> (閲覧日:2016年9月25日)
- 4) 「家計の金融行動に関する世論調査科[二人以上世帯調査] 日本銀行情報サービス局内 金融広報中央委員会 1997-2017
<https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2015fut/hist.html> (閲覧日2017年1月3日)
- 5) 「労働生産性の国際比較」日本生産性本部 http://www.jpc-net.jp/intl_comparison/ (閲覧日2016年9月30日)
- 6) 日本経済新聞 2016年10月3日朝刊
http://www.nikkei.com/article/DGKKASDZ23HN4_X20C16A9TJC000/ (閲覧日2016年10月5日)
- 7) 日本経済新聞 2016年9月5日朝刊

- 8) 「世界ランキング」国際統計格付けセンター
<http://top10.sakura.ne.jp/CIA-RANK2172R.html> (閲覧日：2016年10月17日)
- 9) GLOBAL NOTE グローバルノート (国際統計・国別統計専門サイト)
<http://www.globalnote.jp/post-12038.html> (閲覧日：2016年10月17日)
- 10) The WORLD BANK Working for a World Free of Poverty
<http://www.worldbank.org/ja/news/feature/2014/01/08/open-data-poverty> (閲覧日：2016年12月27日)
- 11) OECD <https://www.oecd.org/tokyo/statistics/#Jobs> (閲覧日：2016年12月27日)
- 12) CNN.co.jp 2016.01.18Mon posted at13:32JST2016.01.18Mon posted at13:32JST
<http://www.cnn.co.jp/business/35076360.html> (閲覧日：2016年12月27日)
- 13) 厚生労働省「平成27年賃金構造基本統計調査 結果の概要」
<http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/chingin/kouzou/z2015/> (閲覧日：2016年12月27日)
- 14) 栗野智之・小西健史・本間丈明 (2015)『投資指標としての ROE』 編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社受託財産企画部
http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf (閲覧日：2016年10月17日)
- 15) Modigliani, F. and Miller, M. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- 16) Gordon, M. J. (1959), “Dividends, Earnings, and Stock Prices”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1, pp. 99-105.
- 17) Thomas Piketty (2013) *Le Capital au XXIe siècle* (トマ・ピケティ著, 山形浩生・守岡桜・森本正史訳 (2014)『21世紀の資本』みすず書房)
- 18) 亀川雅人 (2015)『ガバナンスと利潤の経済学』創成社
- 19) 亀川雅人 (2011)「会計利益と株主価値～過去の成果と株主の機会選択～」『立教 DBA ジャーナル』第1号, pp. 3-17.
- 20) 亀川雅人 (2009-a)『ファイナンシャル・マネジメント - 企業価値評価の意味と限界』学文社
- 21) 亀川雅人 (2009-b)「資産構成から見る資本コスト－限界資本コストと平均資本コストの関係を中心として－」『経営会計研究』日本経営会計学会 第12号, pp. 1-16.
- 22) 亀川雅人 (2002)「EVA の意義と限界－株主の富の測定手段について－」日本経営分析学会『年報 経営分析研究』18号, pp.79-85
- 23) 亀川雅人 (1996)『日本型企业金融システム－日本的経営の深淵－』学文社。

(かめかわ・まさと 立教大学大学院ビジネスデザイン研究科 (経営学部) 教授)