

# 「弱い企業統治」のマクロ経済学

日本の長期停滞と蓄積レジームの転換

---

村瀬英彰 (学習院大学経済学部)  
安藤浩一 (中央大学法学部)

# 長期停滞についてのマクロ経済学論争

## 需要サイド vs. 供給サイド

- ・「長期」停滞（長期の名目硬直性？）
- ・有効需要管理政策の能力低下（理由？）  
（流動性の罫シナリオ--金融無効・財政最大有効、やはり？）
- ・大量資金供給下のデフレ持続（実物的説明可能？）
- ・潜在成長率の「急」屈折（理由？）

# マクロ経済学の「足りないピース」

処方箋としてのマクロ経済学⇒政策（経済の「どこか」を刺激）

病気を治す際、どこを刺激するツボ（経済を不況にしているボトルネック）とするかによって、いろいろな学派

- ・金融：資金供給＝金融緩和    リフレ派   （第1の矢）
- ・実物：財需要＝財政支出    ケインズ派（第2の矢）
- ・実物：財供給＝規制改革    新古典派（第3の矢）

「足りないピース」⇒ 金融・資金需要

もしも、このピースがボトルネックだとすると・・・

# 「弱い企業統治」のマクロ経済学

通常の議論⇒ミクロ：日本企業の「稼ぐ力」衰退の原因

今日の議論⇒マクロ：「失われた20年」のマクロ現象の原因

実質成長率の下落、マーシャルの $k$ の上昇、ゼロ名目金利(デフレ)、消費性向の上昇、貨幣-物価関係の喪失の同時発生の説明

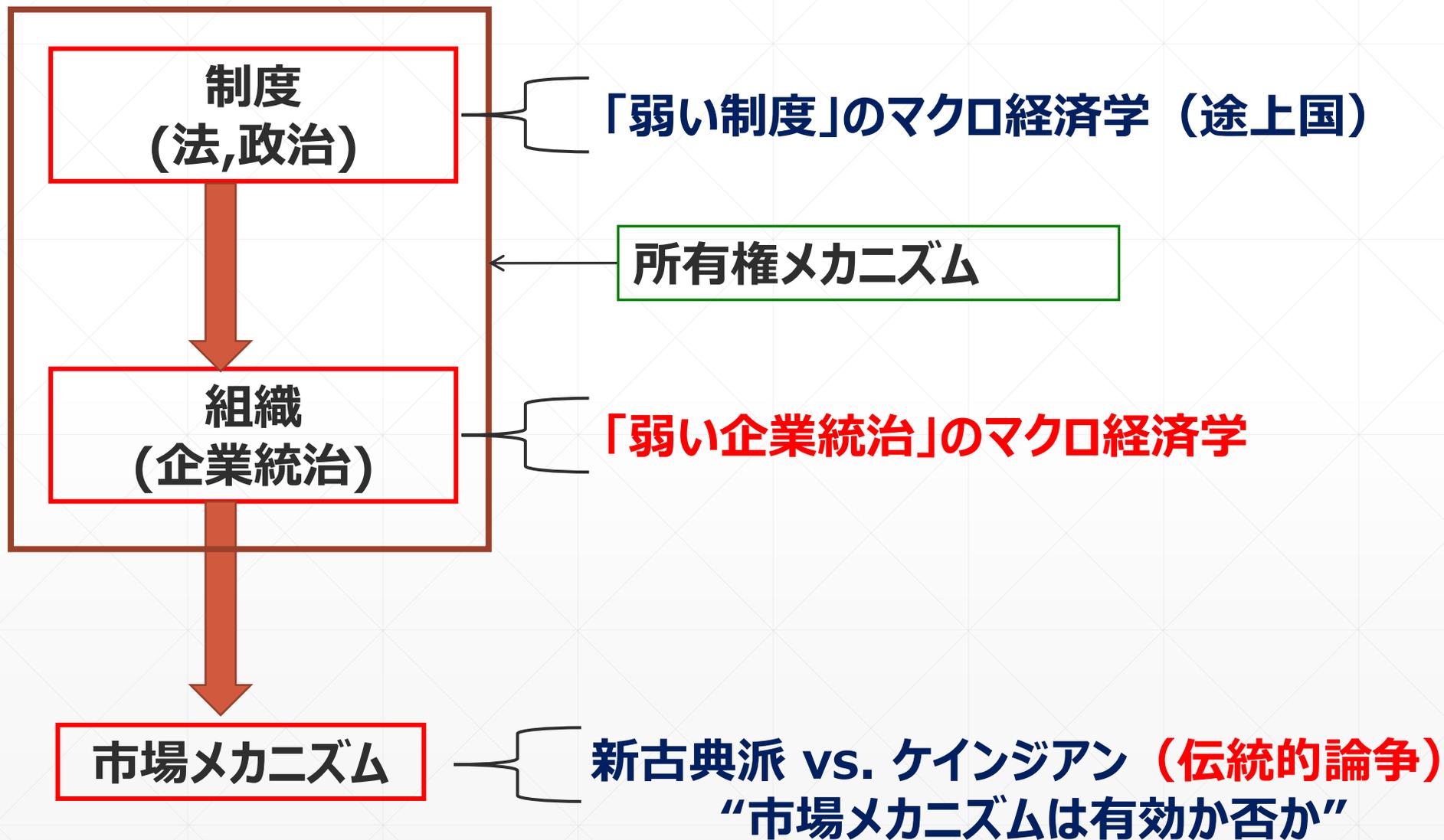
伝統的説明(有効需要不足説、潜在成長率低下説)の  
オルターナティブ



# マクロ問題生成原因としての統治（所有権メカニズム）不全に着目

（伝統的論争の「市場メカニズム不全」の話ではない。

所有権メカニズムが機能しないとき、市場メカニズムが機能するほど、事態が悪化することも）



# 関連文献

## ・不完備契約の一般均衡理論

部分均衡（ミクロ）⇒過少投資

一般均衡（マクロ）⇒過少投資⇒価格上昇、代替使用

## ・労働市場硬直性

実物モデル ⇒投資抑制、技術停滞、生産性低下

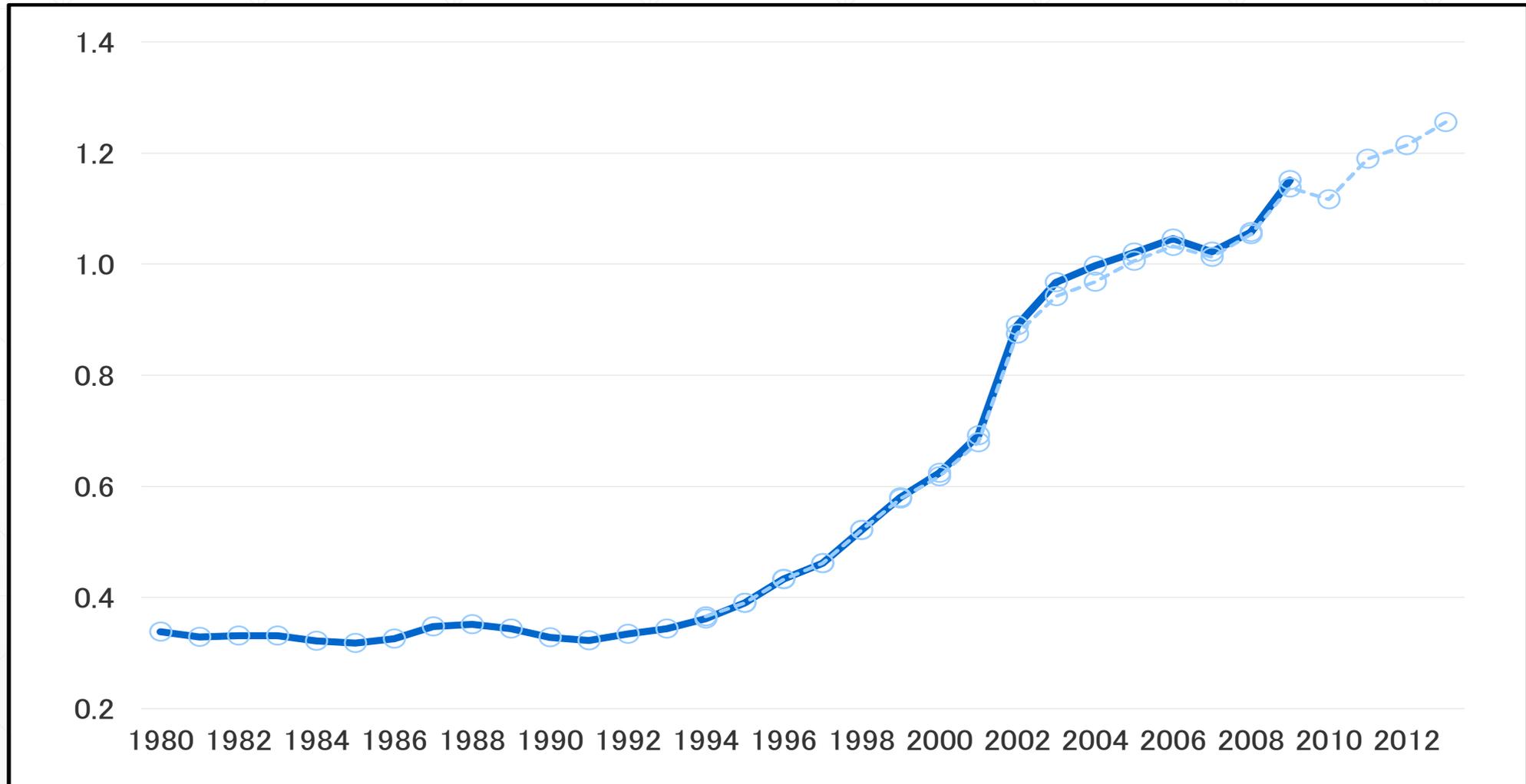
貨幣モデル ⇒逃避先の存在⇒問題のさらなる深刻化

## ・資本逃避

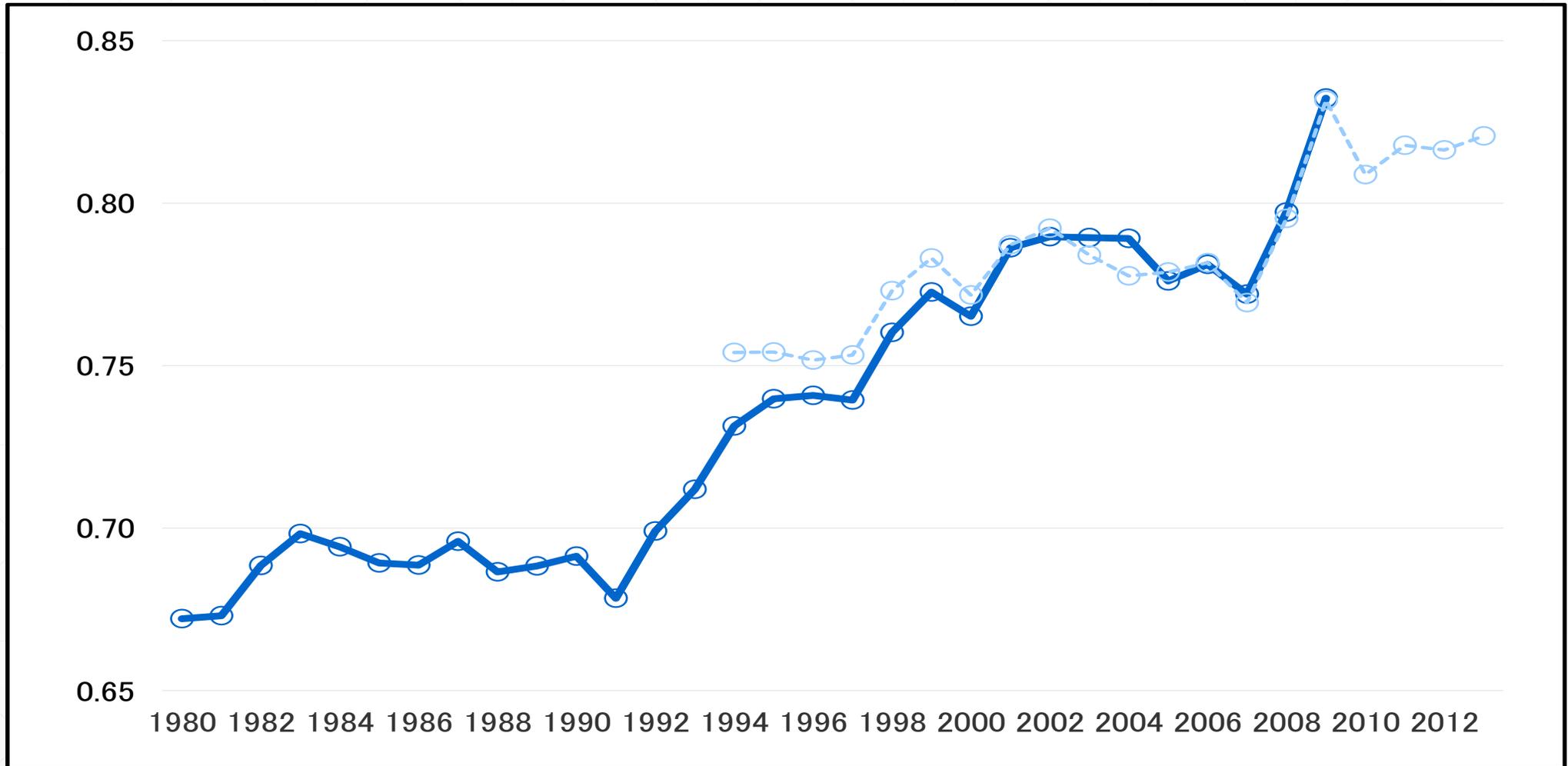
国外（外国資産）への逃避 ⇒インフレ、高金利

国内（自国名目資産）への逃避 ⇒デフレ、低金利

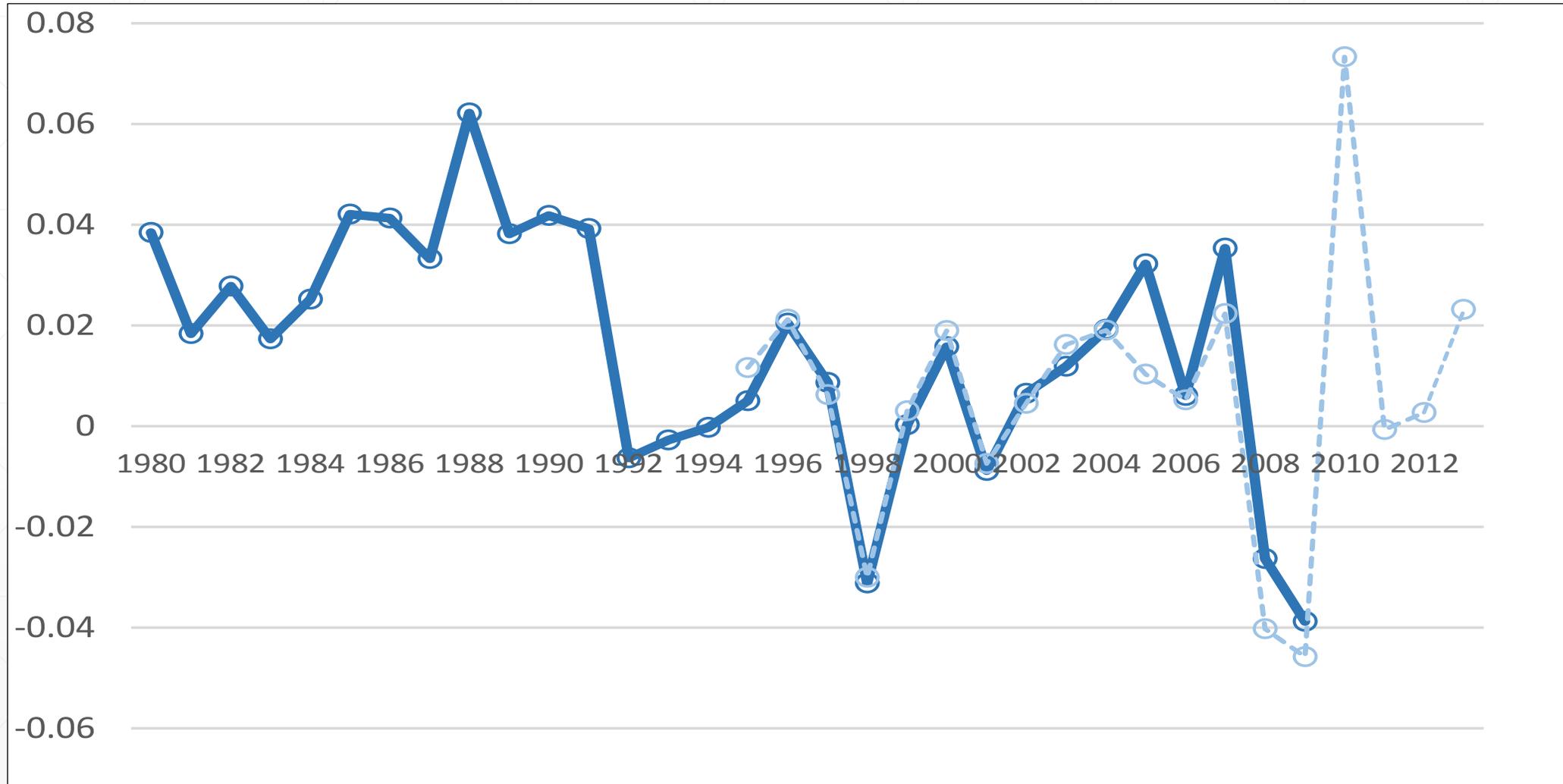
## マーシャルの k



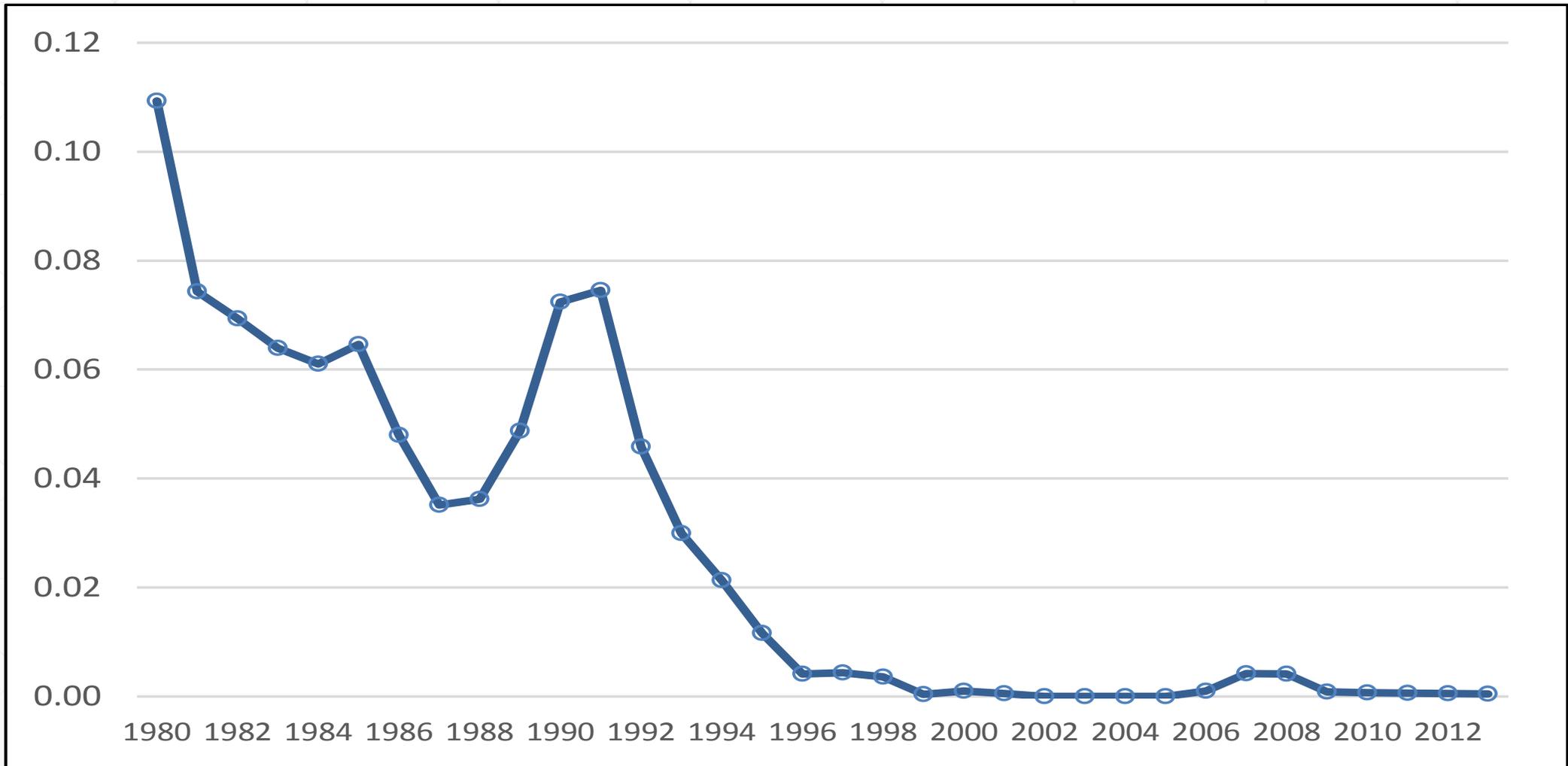
# 消費性向



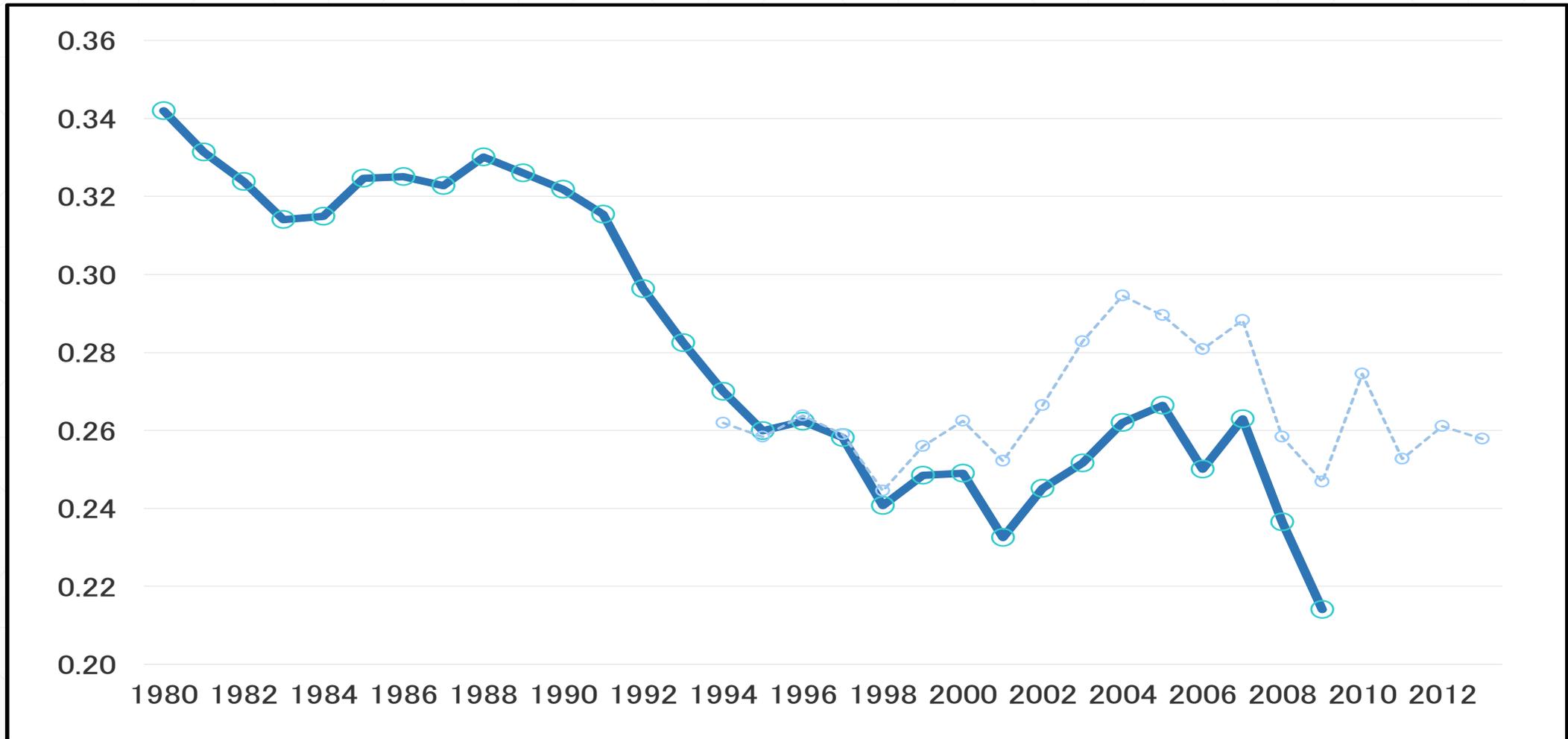
# 實質所得成長率



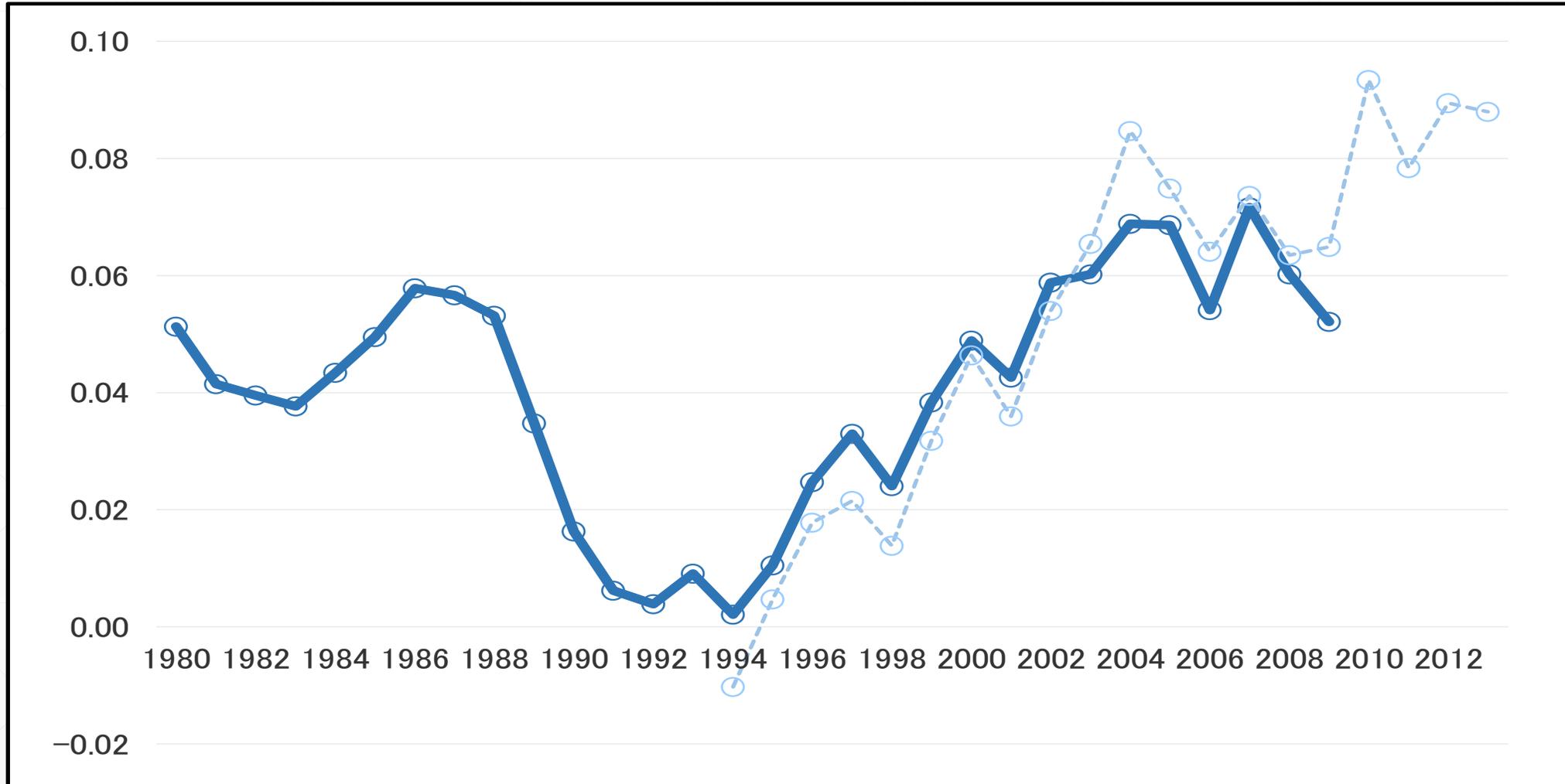
# 名目金利



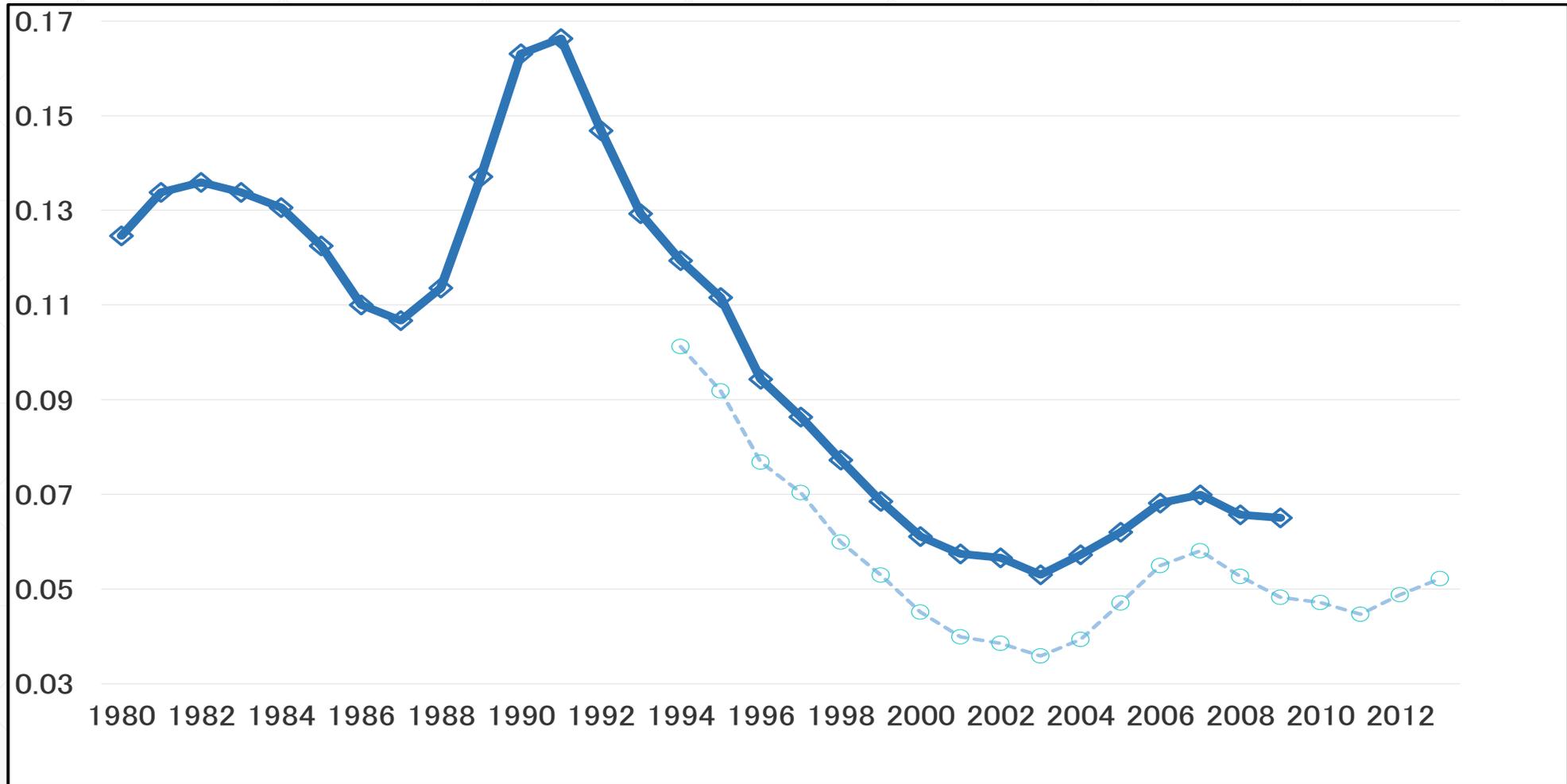
# 資本シェア



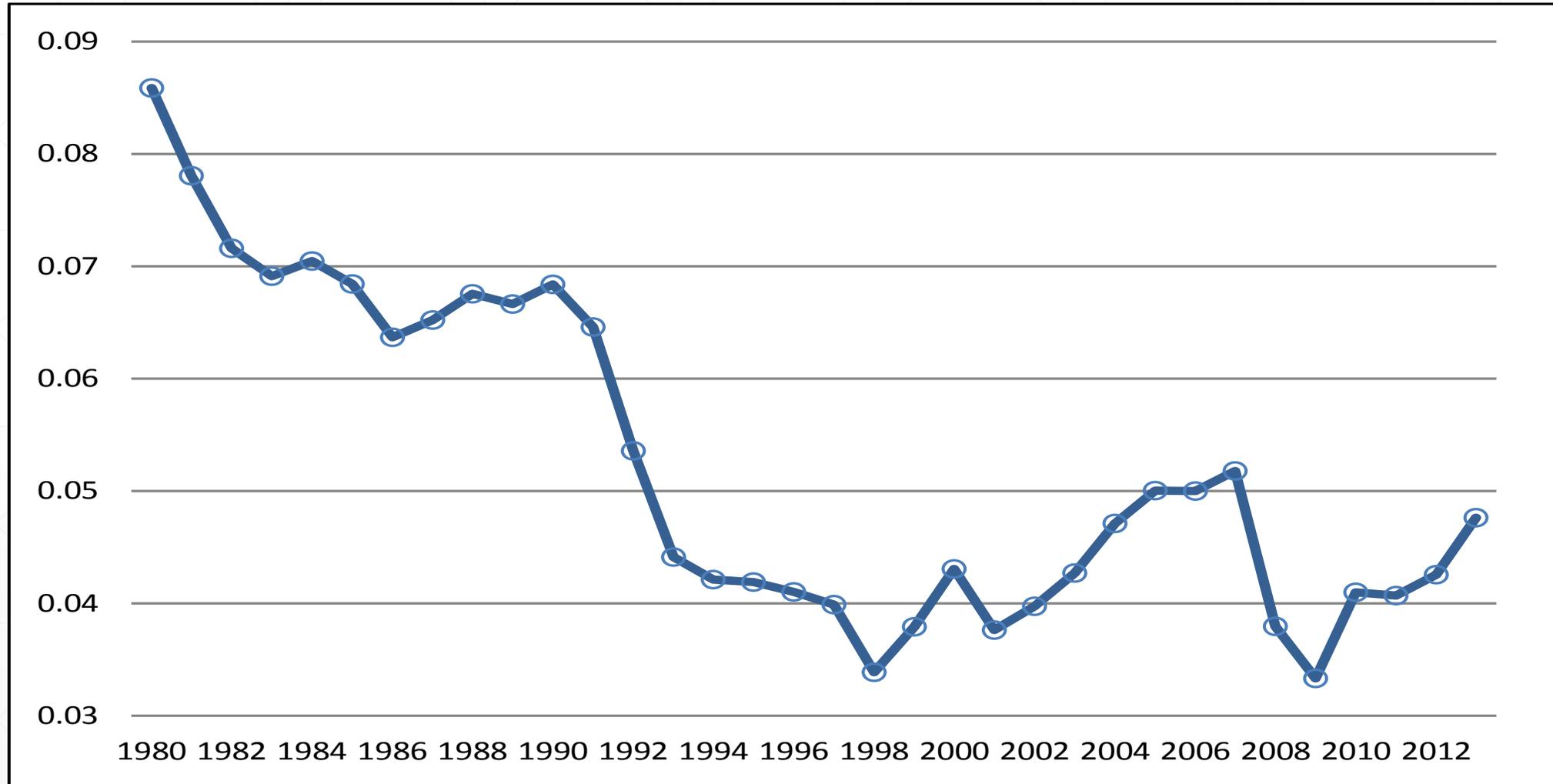
# 企業貯蓄比率



# 利子配当比率

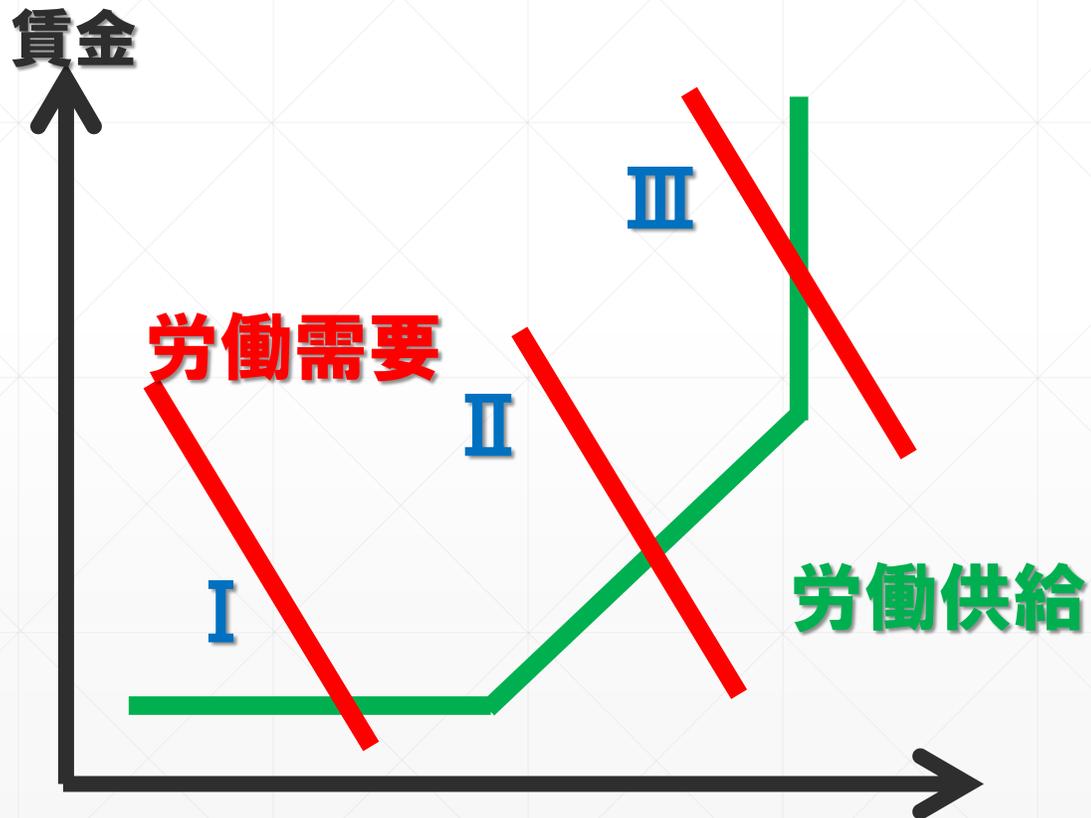


## 総資産利益率 (ROA)



# なぜ、いま企業統治強化なのか？

## 資本蓄積に伴う コンフリクトの三段階



### I 二重経済(余剰労働経済)

～1960年代 労働争議の時代  
(対立の時代)

### II 転換点から新古典派経済へ

70～80年代前半 労資協調の時代  
(日本的経営の時代)

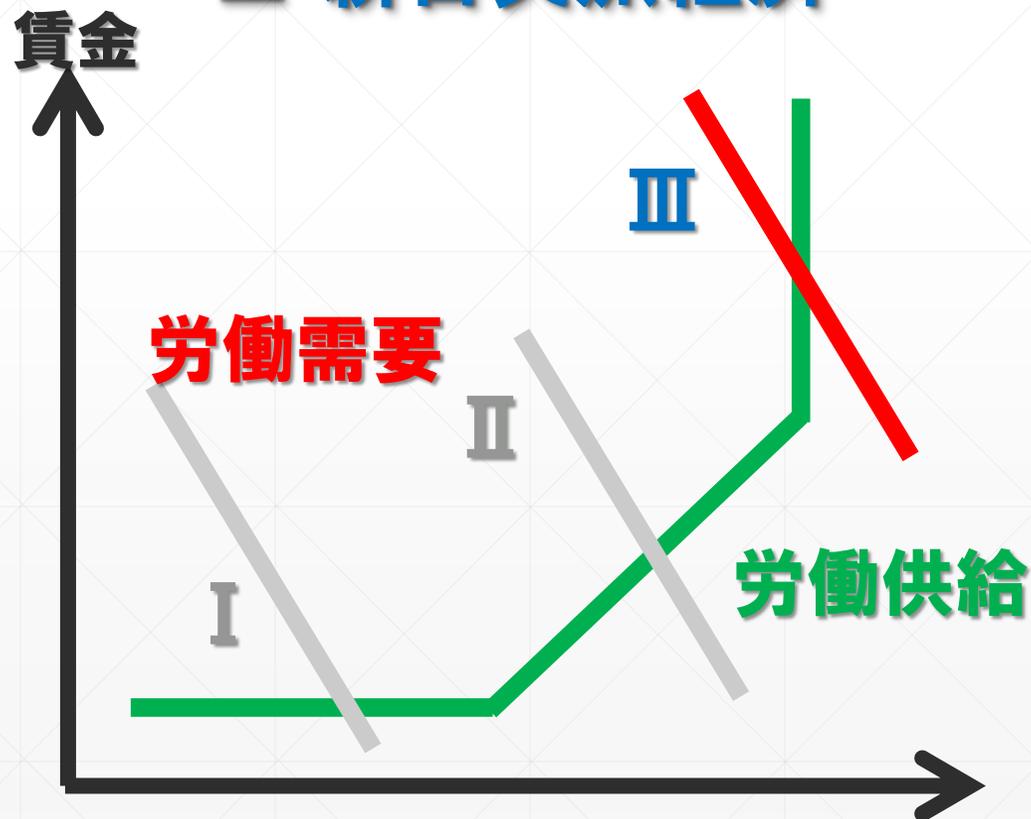
### III 新古典派経済

80年代後半～ 企業統治の時代  
(もう1つの対立の時代)

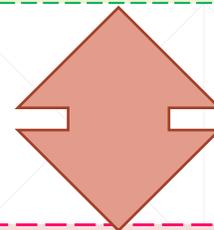
統治強化をしないと、資本収益率の低下

⇒ 「新古典派」停滞 + バブル経済 に陥る

### Ⅲ 新古典派経済



アメリカ: 70年代からルール強化  
ドイツ: 90年代から改革



日本: 市場規律が未成熟なまま、  
銀行規律が衰退 → 統治の空白

「アメリカ・イギリス・カナダ」組 成長率1.7%に収束  
「ドイツ・フランス」組 成長率1%に収束  
「イタリア・日本」組 成長率0%に落ち込み

星・ガッツォ (2013) 『何が日本の経済成長を止めたのか』<sup>17</sup>

# 世代重複モデル Diamond Economy

人口成長なし、1財（消費・投資財）モデル

1. Cash-in-advance制約

2. 内生成長 AKモデル

3. Pledgeability（資本所得＝「差し押さえ可能」所得）

要素シェアは、“Power” により決定

（Kaldor-Pasinetti の現代版）

# ポートフォリオ選択 (+消費・貯蓄選択)

$$u_t = u(c_{t+1}^o) = c_{t+1}^o$$

$$\text{s.t.} \quad w_t + \tau_t = k_{t+1} + \frac{M_{t+1}}{p_t}$$

$$c_{t+1}^o = (1 + r_{t+1})k_{t+1} + \frac{M_{t+1}}{p_{t+1}}$$

$$\frac{M_{t+1}}{p_{t+1}} \geq \beta c_{t+1}^o$$

若年期の消費性向 < 老年期の消費性向

## 資本蓄積 (総供給 = 総需要)

$$y_t = c_t + k_{t+1} - k_t + \delta k_t$$

## 生産 (所得ベース 資本減耗調整済み)

$$y_t - \delta k_t = Ak_t$$

## 要素シェア

$$w_t = \phi Ak_t \quad r_t = (1 - \phi)A$$

$\phi$  : Pledgeability (Power) のインデックス

弱い企業統治  $\Rightarrow \phi \uparrow$

政府

## 統合予算制約式

$$\frac{M_{t+1} - M_t}{p_t} = \mu \frac{M_t}{p_t} = \tau_t$$

# CHSLレゾーム (CIA binding)

$$m_t = \beta c_t$$

$$k_{t+1} = \phi A k_t - m_t$$

$$k_{t+1} = (1 + A)k_t - c_t$$

$$i_{t+1} = \{1 + (1 - \phi)A\}(1 + \mu) \frac{m_t}{m_{t+1}} - 1 > 0$$

# TGYレジーム (CIA non-binding)

$$m_{t+1} = \{1 + (1 - \phi)A\}(1 + \mu)m_t$$

$$k_{t+1} = \phi A k_t - m_t$$

$$k_{t+1} = (1 + A)k_t - c_t$$

$$i_{t+1} = 0$$

# 均斉成長経路

$$1 + g = \frac{y_{t+1}}{y_t} = \frac{k_{t+1}}{k_t} = \frac{c_{t+1}}{c_t} = \frac{m_{t+1}}{m_t}$$

均斉成長率

$$\sigma_t \equiv \frac{c_t}{Ak_t}$$

消費性向

$$K_t \equiv \frac{m_t}{Ak_t}$$

マーシャルの k

# レジーム転換

$$g = \begin{cases} A\left\{1 - \frac{1}{1-\beta}\left(1 + \frac{1}{A} - \phi\right)\right\} \equiv g^C & \text{if } \phi \leq \phi^* \\ \{1 + (1-\phi)A\}(1+\mu) - 1 \equiv g^T & \text{if } \phi > \phi^* \end{cases}$$

$$\sigma = \begin{cases} \frac{1}{1-\beta}\left(1 + \frac{1}{A} - \phi\right) \equiv \sigma^C & \text{if } \phi \leq \phi^* \\ 1 - \frac{\{1 + (1-\phi)A\}(1+\mu) - 1}{A} \equiv \sigma^T & \text{if } \phi > \phi^* \end{cases}$$

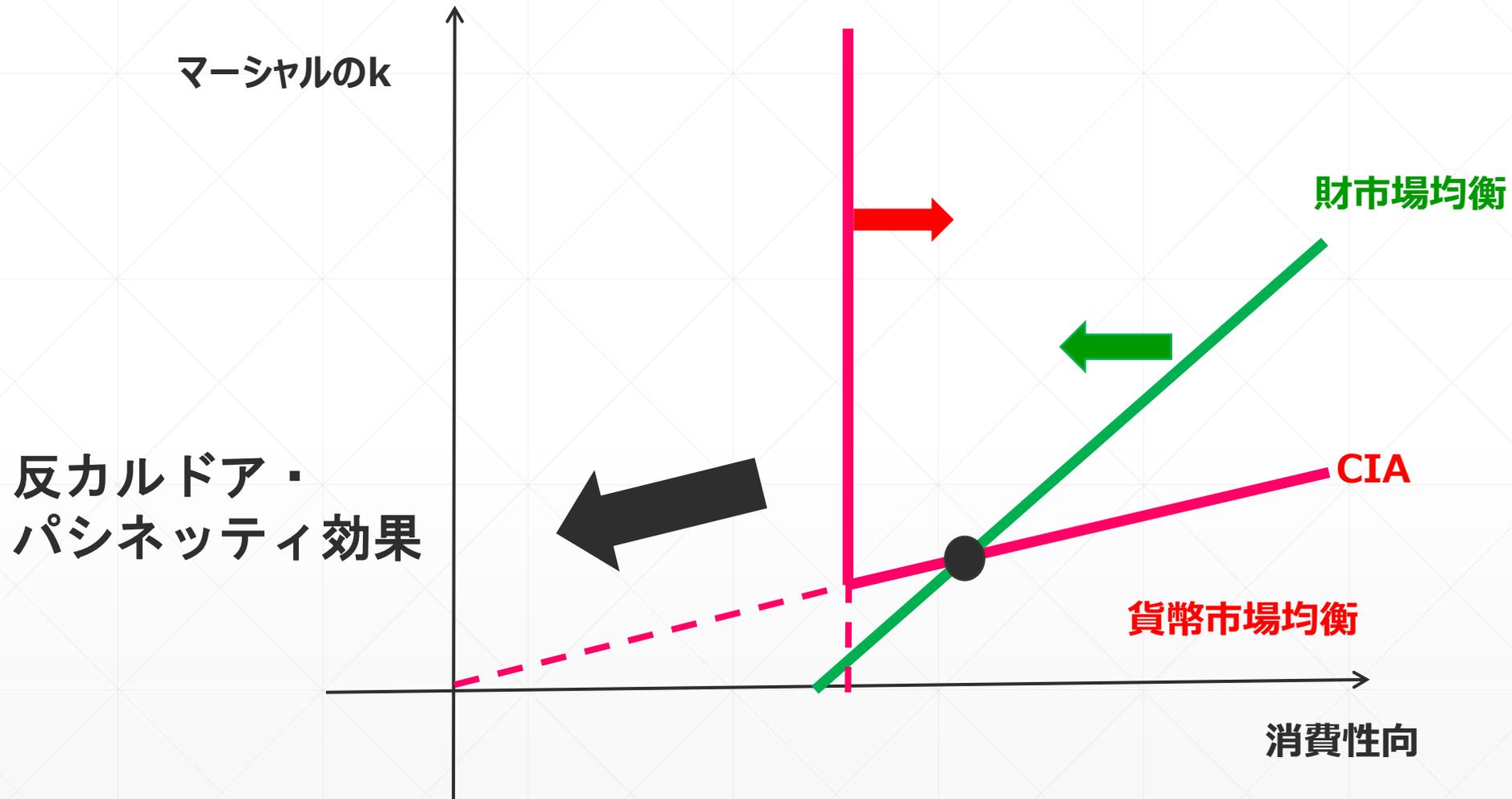
$$\kappa = \begin{cases} \frac{\beta}{1-\beta}\left(1 + \frac{1}{A} - \phi\right) \equiv \kappa^C & \text{if } \phi \leq \phi^* \\ \{1 + (1+\mu)\}\phi - (1+\mu)\left(1 + \frac{1}{A}\right) \equiv \kappa^T & \text{if } \phi > \phi^* \end{cases}$$

$$i = \begin{cases} \frac{\{1 + (1-\phi)A\}(1+\mu)}{1 + A\left\{1 - \frac{1}{1-\beta}\left(1 + \frac{1}{A} - \phi\right)\right\}} - 1 \equiv i^C & \text{if } \phi \leq \phi^* \\ 0 \equiv i^T & \text{if } \phi > \phi^* \end{cases}$$

$$\phi^* = \left(1 + \frac{1}{A}\right) \left(1 + \frac{1}{\mu + \frac{1}{1-\beta}}\right)^{-1}$$

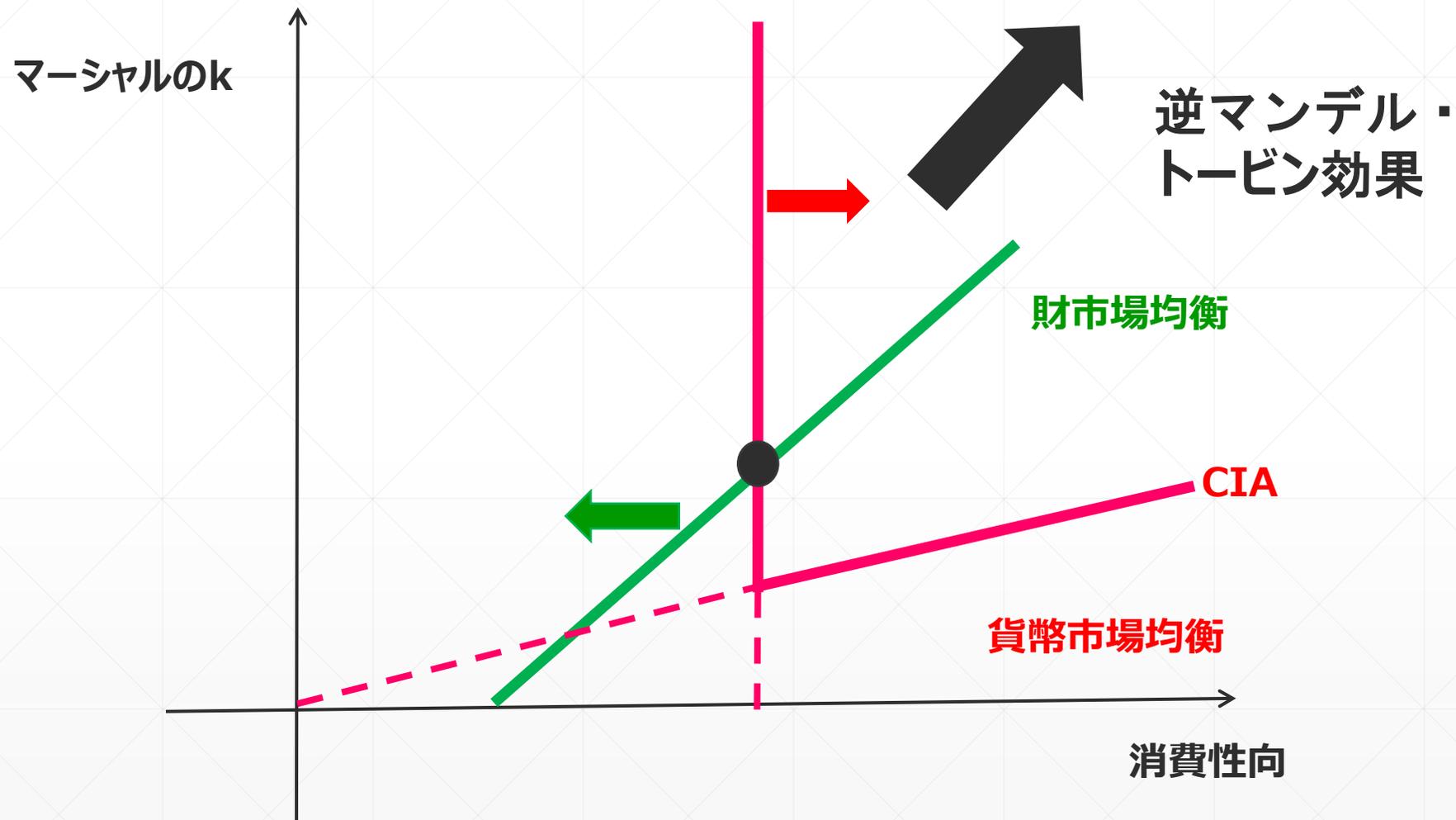
# 「強い企業統治」と「取引需要」

CHSレジーム

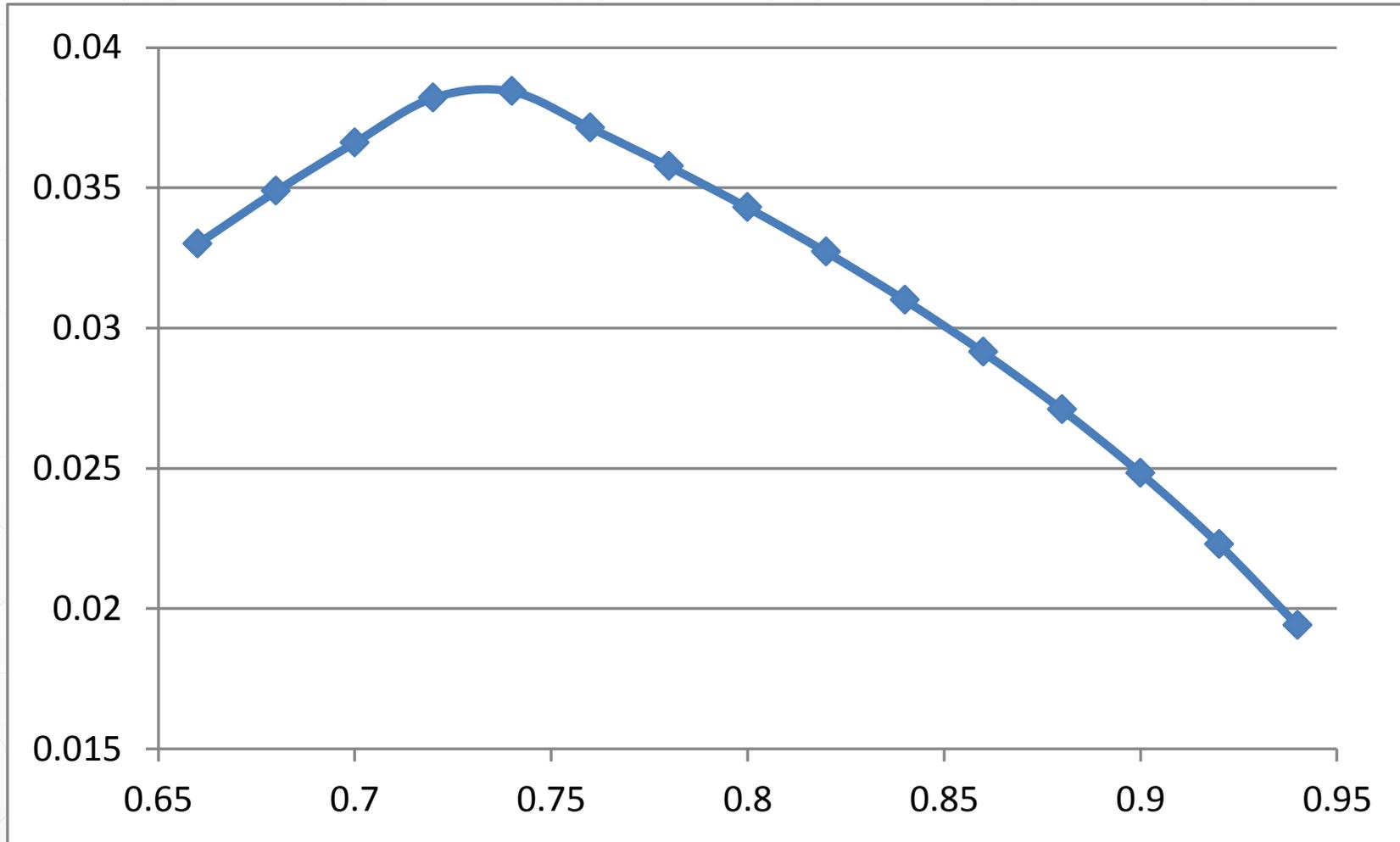


# 「弱い企業統治」と「投機需要」

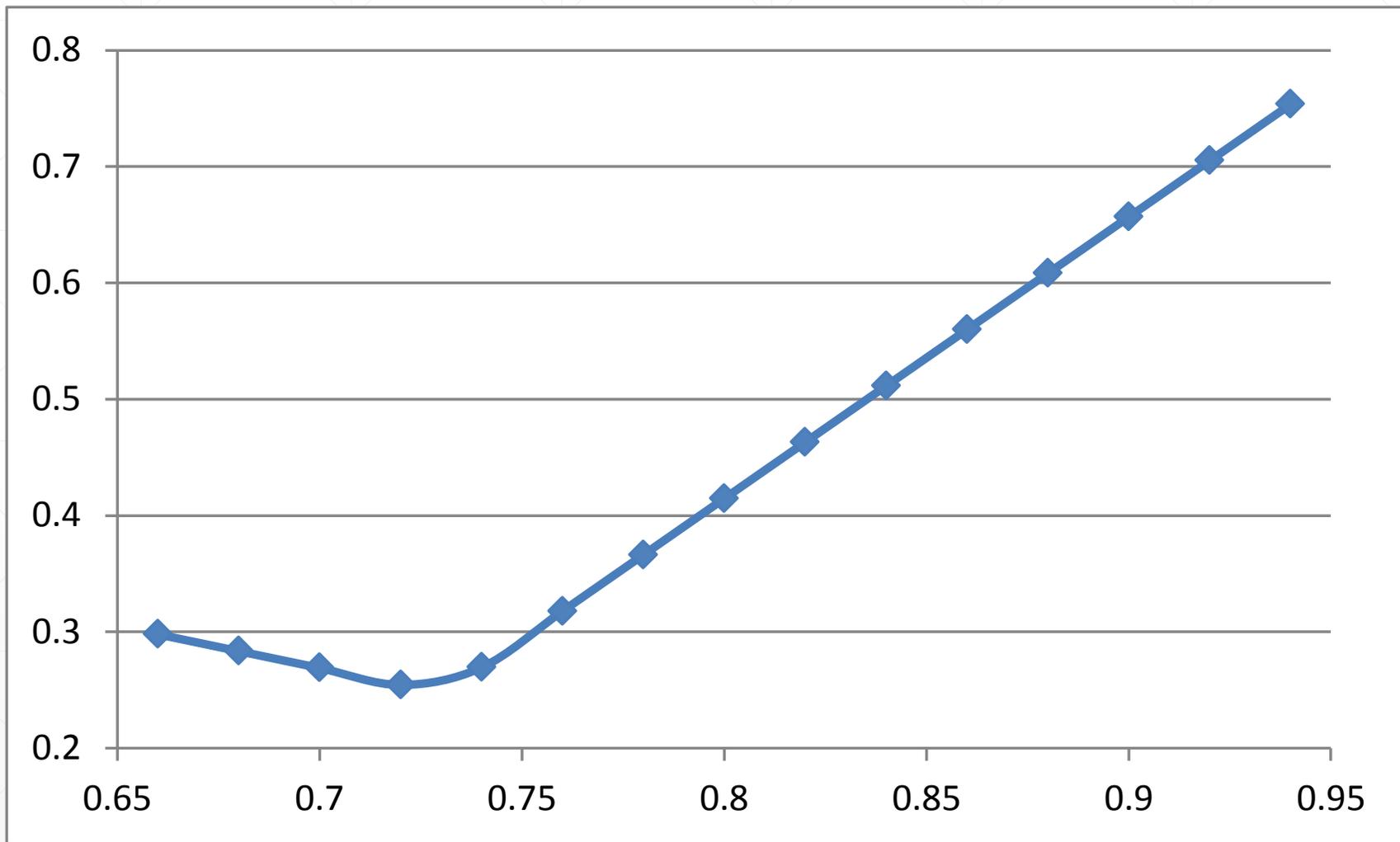
TGYレジーム



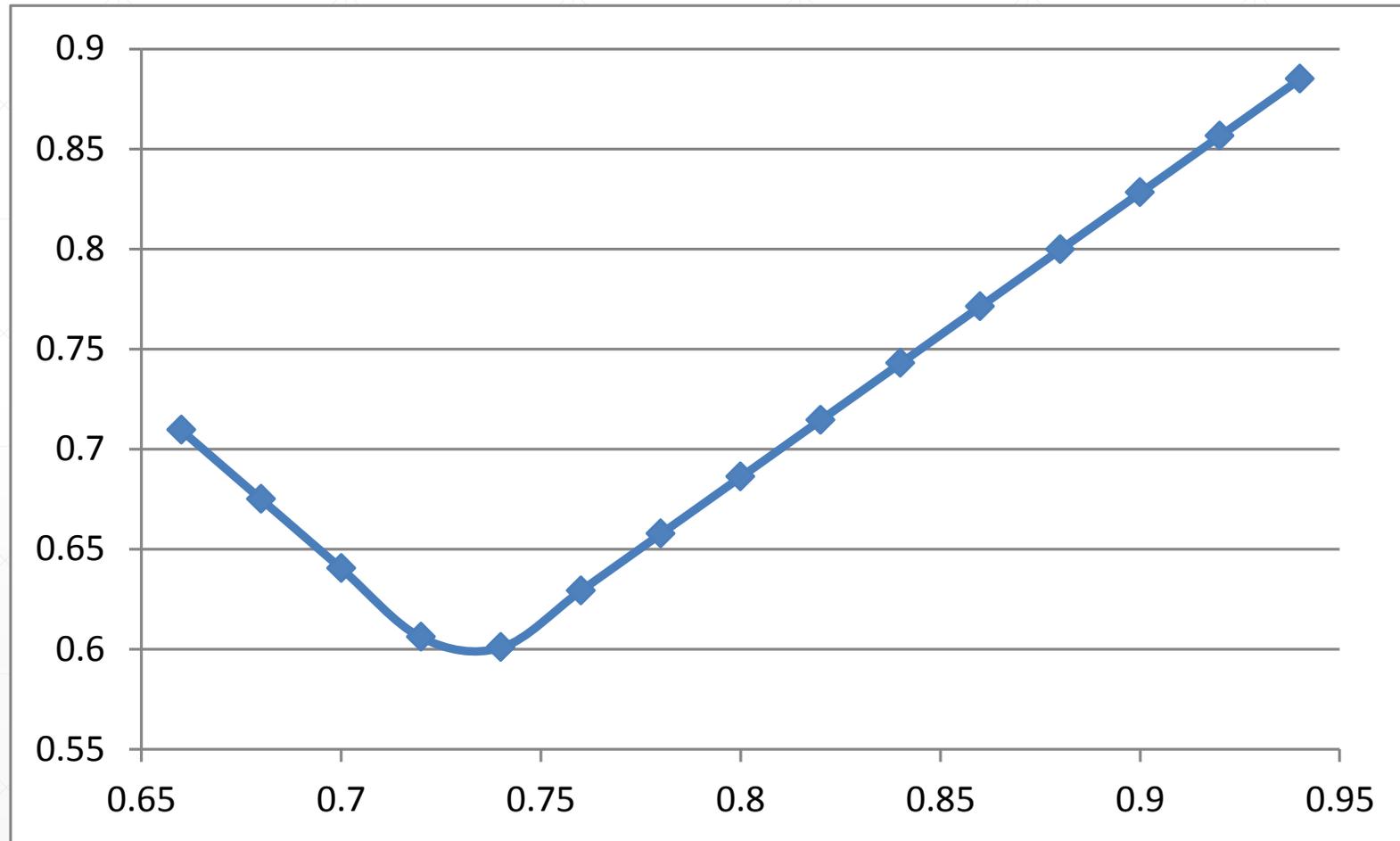
# 実質成長率



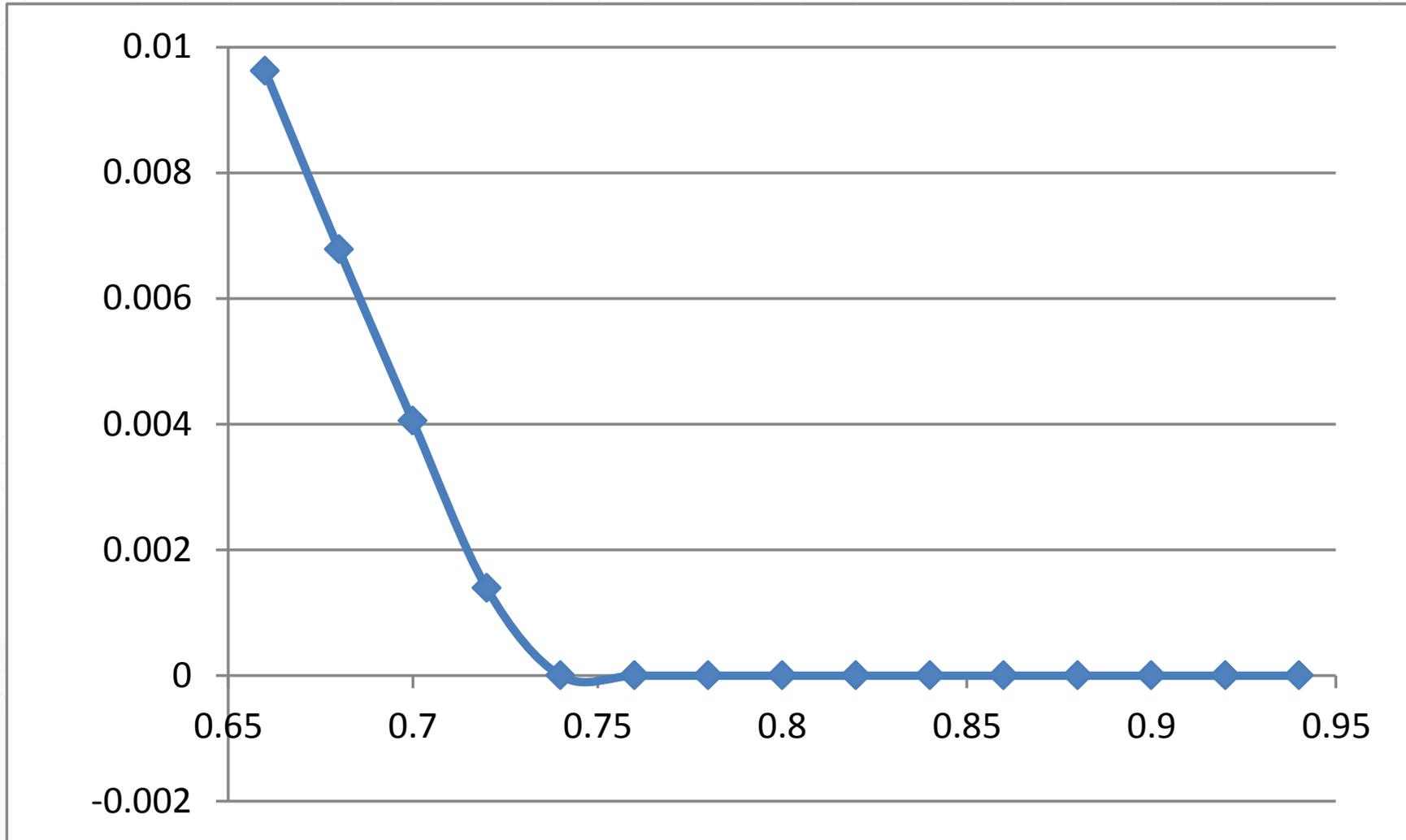
## マーシャルの k



## 消費性向



# 名目金利



# 政策機能不全

教科書的世界（「強い企業統治」の世界）では効くはずの政策が効かない

## 1. 金融緩和政策

### 教科書的世界

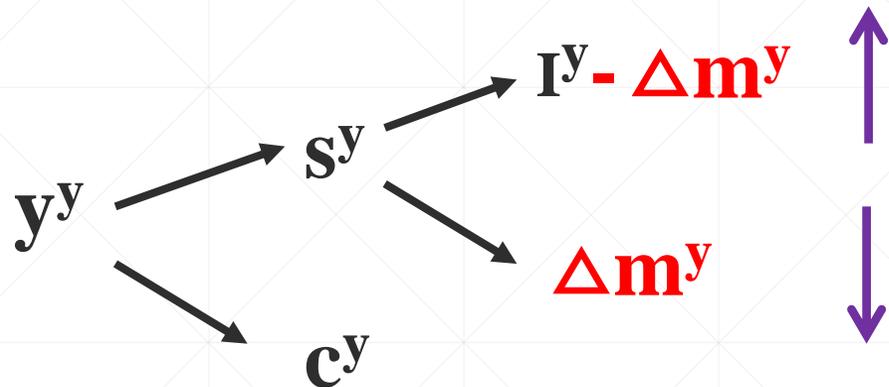
貨幣供給の増加⇒民間投資（資本、技術、人的資本の蓄積）↑⇒成長率↑

### 「弱い企業統治」

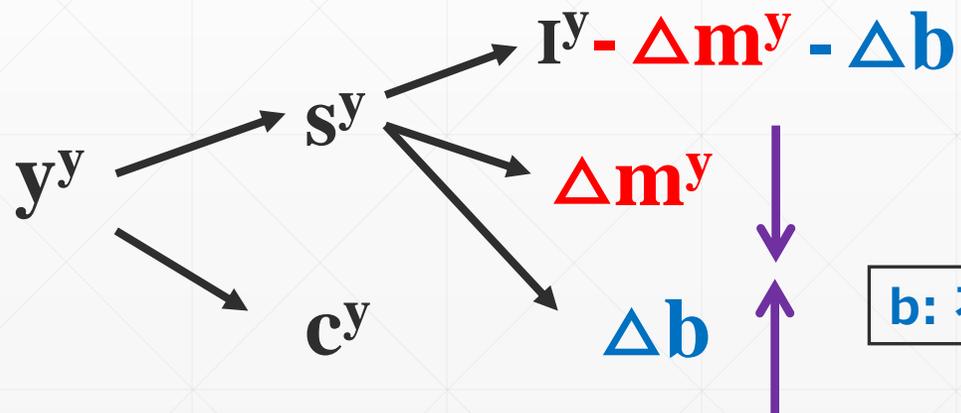
貨幣供給の増加⇒貨幣需要の増加に吸収  
⇒非生産的アセットへの資金フロー↑⇒ **資産バブル**↑

プロ・ビジネス政策のシグナリングとしては大いに効き目あり  
⇒「良識」が批判する政策（コスト・リスクがある政策）ほど本気を示せる！  
（かつてのサッチャー政権などについても同様の視点）

## 「強い企業統治」下のリフレ政策



## 「弱い企業統治」下のリフレ政策



$b$ : 不動産、コモディティー、レモン etc.

## 2. 財政拡張政策

### 教科書的世界

政府支出⇒ 民間投資（呼び水効果）↑ ⇒ 好循環、成長率↑

### 「弱い企業統治」

政府支出⇒ 民間投資（呼び水効果）弱い ⇒ 政府支出 ⇒ **財政赤字**↑  
(日本：1990年代。2000年代は抑制。最近は再び。。。)

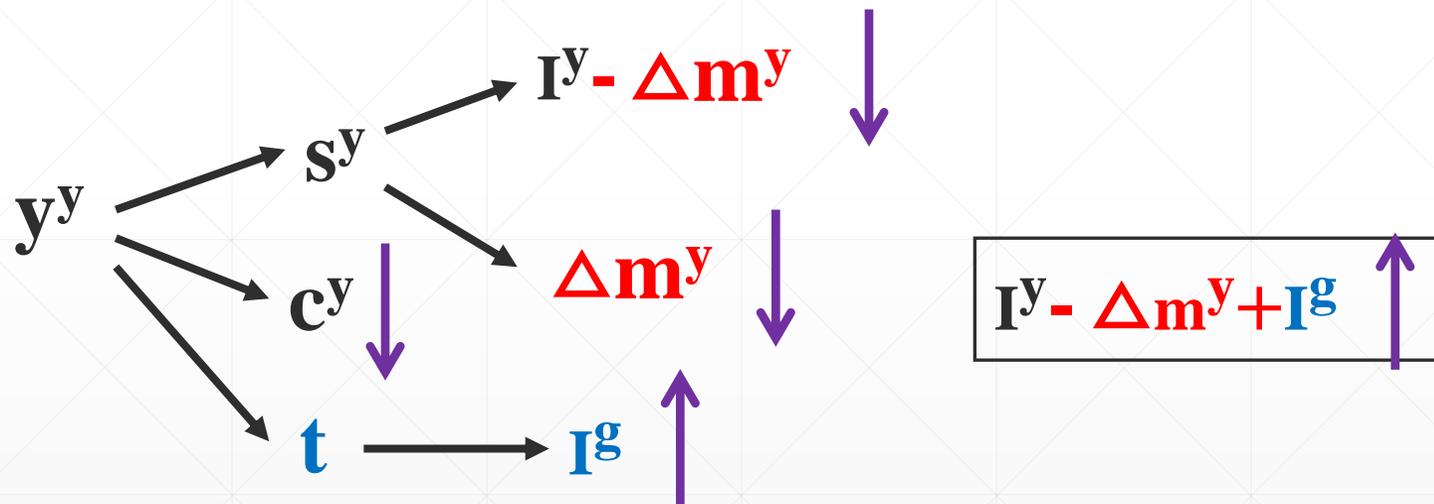
## 増税成長論

増税しても財政支出の使い道を間違えなければ成長できる

⇔（ケインズ理論を装って提示されたため）均衡財政乗数理論と混同されたが。。。)

# 増税成長論

(財政政策によるマンデル・トービン効果の創出)



### 3. 規制緩和政策

#### 「強い企業統治」

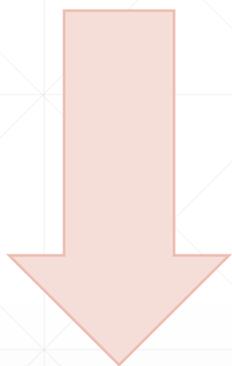
企業収益の増加 ⇒ 民間投資・雇用の増加 ⇒ 生産増加

#### 「弱い企業統治」

企業収益の増加 ⇒ 企業貯蓄（フリー・キャッシュ・フロー）の増加  
企業インサイダーとのコンフリクトを避け、アウトサイダーに負担押し付け  
⇒ 非正規雇用の増加 ⇒ （景気回復下の）平均賃金の停滞、**格差問題**

# アベノミクス 第三の矢 「企業統治強化」が要として浮上

「日本再興戦略」(平成25年6月14日)



シュレーダー前首相「アベノミクスへの提言」  
「経済再生ビジョン」(自民党版の成長戦略)

「日本再興戦略 改訂2014」(平成26年6月24日)

「弱い企業統治」が問題の核心の1つであると認識された  
⇒「企業統治強化」策は、第三の矢の殆ど唯一の具体的進展例

# 処方箋（政策）



ポートフォリオ・セレクション  
**資産構成改革**  
ポートフォリオ・マネジメント

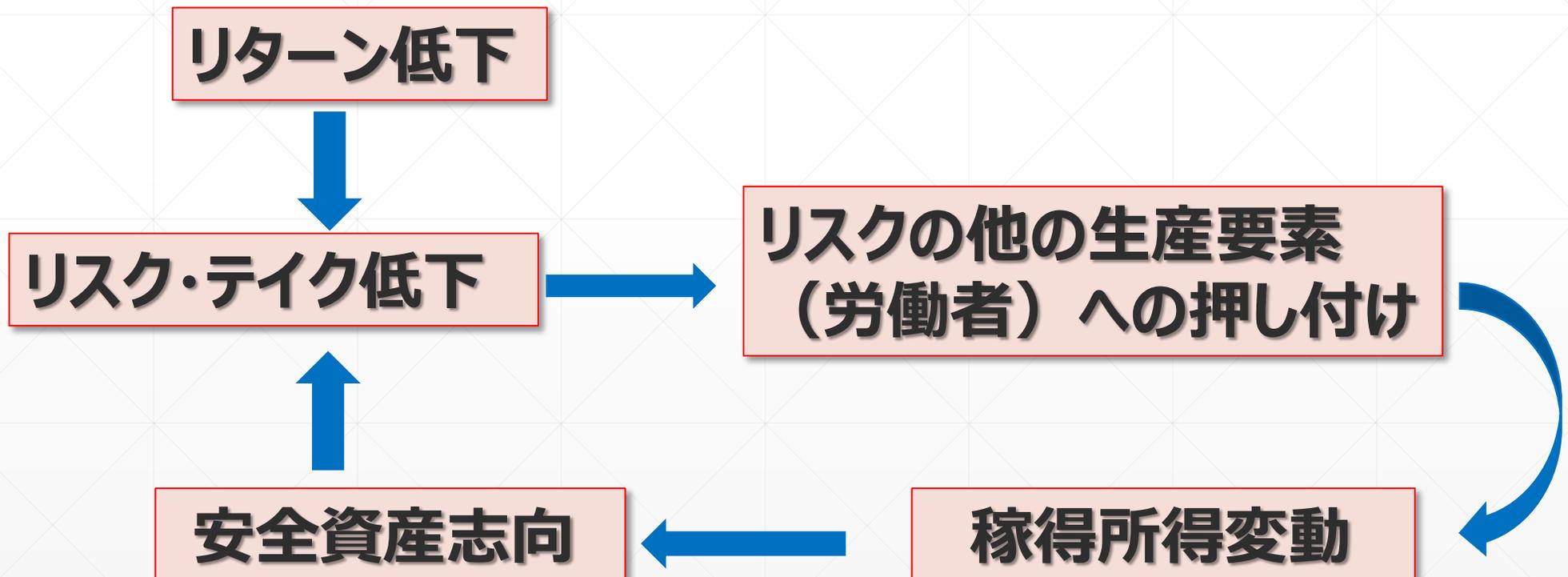
スチュワードシップ・コード  
**企業統治改革**  
ガバナンス・コード

**インベストメントチェーンの高度化**

ガバナンス（リターン向上）とポートフォリオ（リスクテイク向上）の一体改革  
従来の「貯蓄から投資へ」キャンペーン：「リターンなくともリスクテイクせよ」といっていたに等しい

# なぜ、「官制改革」か？（利益があるのに民間が自律的に解決できない理由） ⇒悪循環（自己合理化作用）による「罠」に嵌っているから

家計（ポートフォリオ）



# 金融機関(ポートフォリオ、ガバナンス)



# 企業（ガバナンス）

弱い企業統治



リターン低下  
(企業貯蓄：キャッシュの抱え込み)

エージェンシー問題  
(所有・経営コンフリクト) 増大



内部資金依存  
「保身」

外部資金コスト増加  
「信頼喪失」

