

## 日本経済の長期停滞と保守的企業行動\*

林原 行雄<sup>1</sup>

### Japan's Prolonged Secular Stagnation and Conservative Corporate Behavior

Yukio Rimbara

#### Abstract

The Japanese economy has experienced a deeper and longer secular stagnation in the 21st century than other major economies. The primary cause has been the conservative behavior of Corporate Japan, including sluggish capital spending, resistance to wage hikes, and excessive accumulation of retained earnings. This behavior was brought about by the negative hysteresis effects of the collapse of the bubble economy; the erosion of the entrepreneurial spirit; regulatory and other barriers to market entry; outdated labor practices; insufficient understanding of financial theory and recurring corporate scandals amid deficient auditing or oversight. SDGs ask business to contribute to economic growth. A revitalization of the Japanese economy will require a reinvigoration of corporate behavior.

#### 1 はじめに

日本経済は 1990 年代初頭にバブルが崩壊し、2000 年代初頭までの期間は「失われた 10 年」といわれたように経済成長率は低迷した。バブル経済崩壊の直接的影響が薄れた 2000 年代に入り、緩やかながら景気回復が続いた期間もあったが、リーマン・ショック<sup>2</sup>による大きな落ち込みもあり、成長率は低位にとどまり日本経済は長期停滞の状況にある<sup>3</sup>。12 年 12 月に発足した第 2 次安倍内閣は、アベノミクスの「三本の矢」といわれる、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を、経済政策の柱に掲げた。金融政策については、異次元の金融緩和といわれる大胆な政策を遂行したが、金融政策だけでは長期停滞を脱却できないことは明らかになった。大胆に財政支出を増やすべきという主張もあるが、日本の公的債務残高の対 GDP 比は先進国の中で突出して高く、財政規

---

\*本論文脱稿後、新型コロナウイルス感染症が日本を含む世界経済に与える影響が、当初予想以上に深刻になる懸念が生じてきた。筆者の意見は長期停滞脱却のためには、適切な経済政策に加え、民間企業が合理的に行動することが必要であるというものであるが、世界同時不況を上回る景気停滞や、毎年全国で発生する大きな自然災害等への対策の多くは、不可避的に政府・日銀の経済政策に依存せざるをえない。緊急事態に経済政策を機動的に発動できる余地を残すためにも、平時の経済活性化を図る民間企業の合理的行動が望まれることを付言しておきたい。

<sup>1</sup> 昭和女子大学現代ビジネス研究所特別研究員、立命館大学経済学部客員教授。

<sup>2</sup> 米国のサブプライム住宅ローン危機を発端に、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの経営破綻等国際的な金融危機により発生した世界同時不況を、以下リーマン・ショックと呼称する。

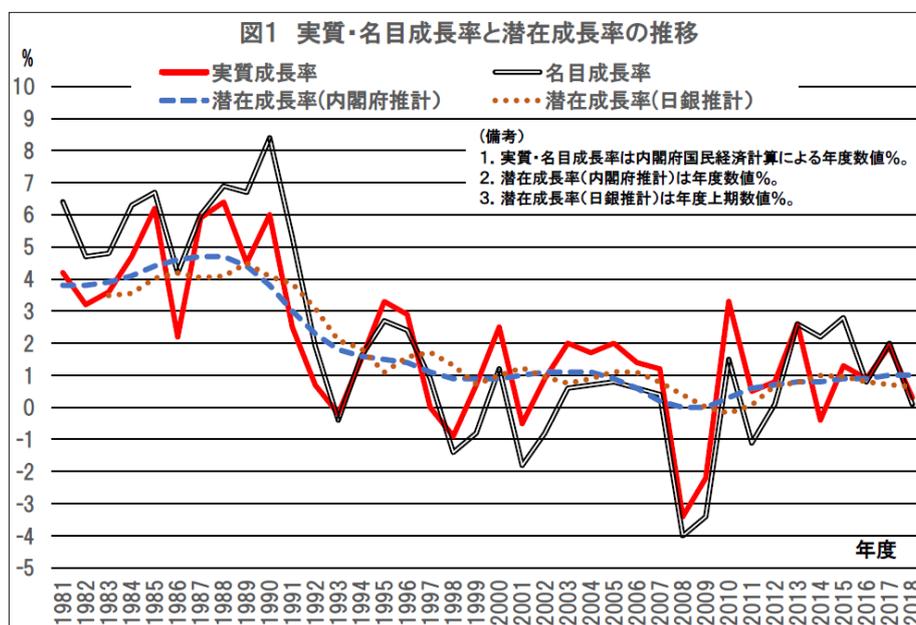
<sup>3</sup> 本稿では長期停滞を、実質経済成長率が 1%以下に低迷する状態が、何年間も継続する経済の状況を称する。長期停滞を「デフレ」と称することもあるが、「デフレ」の定義は論者により異なるので、「デフレ」という言葉は使わない。「デフレ」を「一般物価水準の継続的下落」(OECD)、または「2年以上の継続的物価下落」(IMF・内閣府)とみると、GDP デフレーター、消費者物価指数、企業物価指数などの前年比は 2013 年頃にはいずれも「デフレ」状態を脱している。

律を図るべきという意見の方が多い<sup>4</sup>。多くの経済学者は、成長戦略を重視する意見を共有しているが、有効な成長戦略が遂行され長期停滞を脱するには至っていない。本稿では、21世紀の民間企業の行動を分析し、日本経済の長期停滞の主因は民間企業の保守的すぎる行動にあり、日本経済の再生に求められることは、何よりも市場経済を担う民間企業の行動がより活性化することを述べたい<sup>5</sup>。

## 2 日本経済の長期停滞

### 2.1 日本経済の成長率の推移

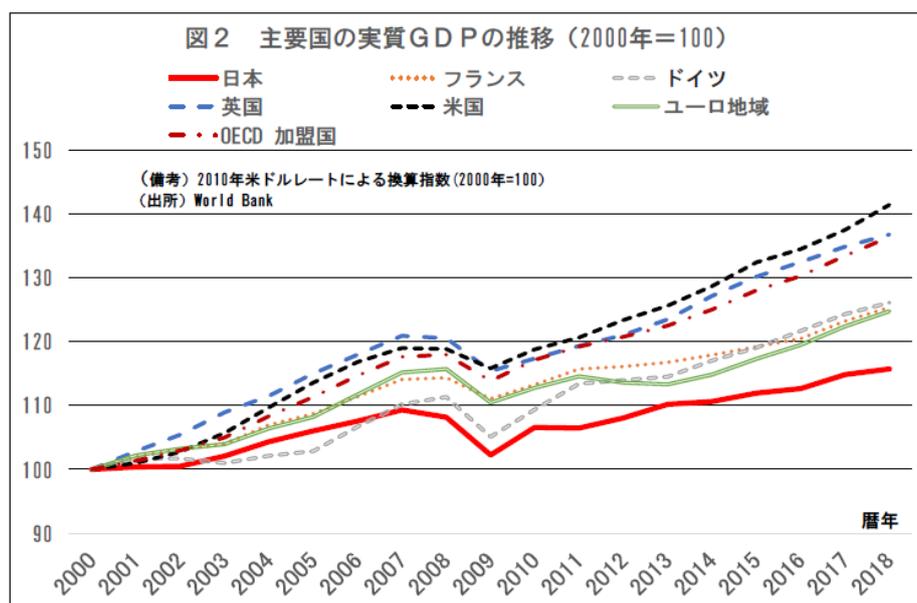
2001～18年度の日本経済の平均実質成長率は0.8%と低迷した（図1）。



リーマン・ショックにより成長率が大きくマイナスに落ち込んだ2008年度と09年度を除いても、2001～07年度及び2010～18年度の平均実質成長率はともに1.2%にとどまる。日本の経済成長率は、日本と同様リーマン・ショックに見舞われた先進国と比べて低く、21世紀の日本経済は長期停滞の状況にある（図2）。日本が直面する諸課題の解決には十分な成長が必要であり、長期停滞からの脱却が日本経済の最大の課題である。

<sup>4</sup> 財政支出を重視する Modern Monetary Theory (MMT) の主張が注目されている（中野 [2019]）。

<sup>5</sup> 本稿では企業は株式会社等の営利法人を指すが、営利法人の営利性は①事業で利益を上げること、②利益を配当やキャピタル・ゲインの形で出資者に分配すること、の両方を目指すことをいう。ただし非営利法人でも、②利益の分配はないが営利法人と同様の活動をしている、保険業法上の相互会社等の非営利法人は本稿が対象とする企業に含まれる。



## 2.2 サマーズ教授と福田教授の長期停滞論

長期停滞論については、2014年に発表された Summers [2014] がよく知られている。サマーズ教授は、リーマン・ショックによる世界同時不況がもたらした、ヒステリシス（履歴効果）による需要不足、就業率の低下による労働力不足、金融政策を拘束するゼロ下限の制約が、米国をはじめ多くの先進国で、長期にわたる経済の低迷を顕在化しつつさせていると警鐘を鳴らした。しかし14年以降米国経済は、失業率が低下し実質成長率は2%前後を維持しており、長期停滞は米国より日本の方が長く深刻である。福田 [2017] はサマーズ教授の長期停滞論を踏まえ、日本経済はリーマン・ショック後の潜在 GDP の恒常的下落を前提とせず、下落した潜在 GDP の水準を元の成長路線に戻す政策により、長期停滞から脱すべきとして以下のように述べる。

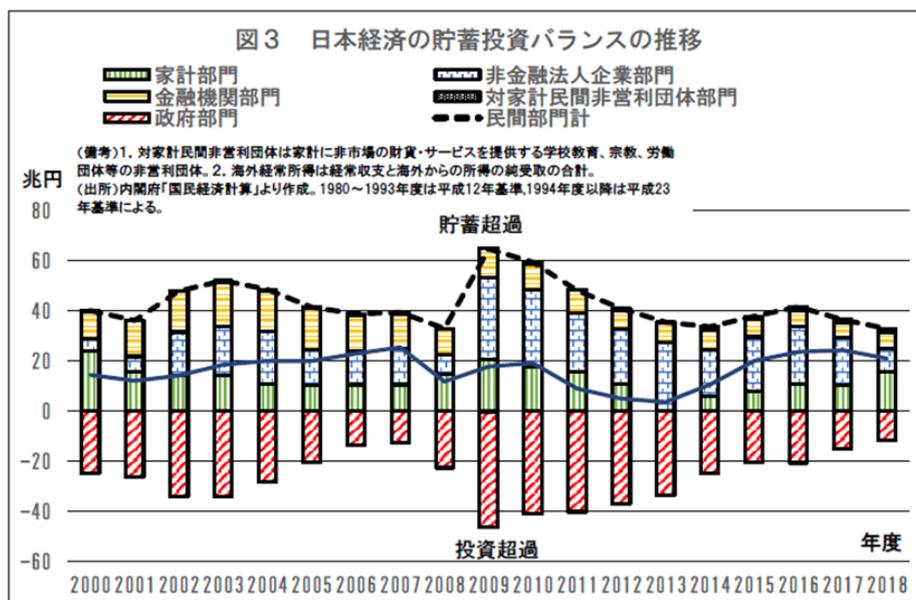
- ①. 長期停滞が需要不足（貯蓄超過）によるものなら、一時的に発生した負のショックを解消させる大きな需要喚起政策を、Too little too late にならず遂行することが必要であり、日銀の非伝統的金融政策は、景気の循環的な落ち込みを回復させる効果はあったことで一定の評価をするが、構造問題を解決するものではない。
- ②. 長期停滞が需要不足（貯蓄超過）によるものであっても、その背後にある構造的問題（供給サイドの問題）の解消にも努めなければならない。
- ③. 需要不足（貯蓄超過）を解消する伝統的財政支出の効果は短期的なものであり、構造的問題の解決に効果があるものにすべきであり、GDP に対する国債残高が先進諸国の中で突出して高いわが国では、財政政策の活用は慎重に考えるべきである。
- ④. 安易な財政支出や金融政策に頼ることなく、日本の潜在力を引き出す成長戦略が必要。少子高齢化や人口減少など人口オーナスの時代における対策は優先度が高い。

- ⑤. 期待が高まるイノベーションは、規模の経済性が存在する場合は、経済成長が促進されるが、新技術が労働に代替する場合は労働分配率が低下するという負の側面にも留意する必要がある。

問題は成長戦略としての構造改革は何かということになる。福田〔2017〕は、国家による福祉・公共サービスの縮小や、大幅な規制改革のような、市場原理主義的考え方は必要ないと述べる<sup>6</sup>。市場原理主義的考え方の具体的意味は明らかではないが、日本の長期停滞脱却の有効な処方箋は、市場経済を担う民間企業活動の活性化を図る有効な成長戦略が、官民で遂行されることである。以下長期停滞の中で民間企業がどのように行動してきたかを分析し、長期停滞を脱するために企業に求められることを考察したい。

### 2.3 貯蓄投資バランスをみる-民間部門の貯蓄超過と政府部門の投資超過

まず日本経済の貯蓄投資バランスの推移を鳥瞰したい。図3が示すとおり21世紀の政府部門は一貫して投資超過すなわち需要超過が、近年縮小傾向にあるものの続いている。政府部門の投資超過は、医療・介護などの社会保障支出の増加による財政赤字を反映したものであり、財政健全化のために支出削減の努力は必要であるが、福祉国家として社会保障を政府支出に依存した結果である<sup>7</sup>。金融機関を含む民間法人部門は、今世紀に入り貯蓄超過に転じ大幅超過が持続している。家計部門の貯蓄超過は縮小傾向にあるが継続しており、国内部門の合計は一貫して貯蓄超過であり、貯蓄投資バランスの恒等式から導かれるように、経常収支の黒字（海外部門の投資超過）が継続している。



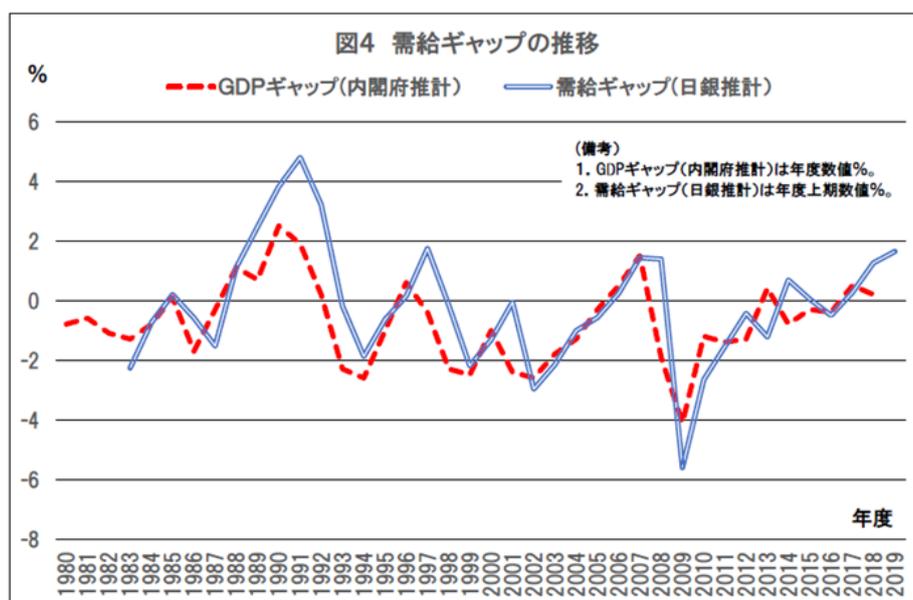
<sup>6</sup> 福田〔2017〕位置 No.1799。

<sup>7</sup> 社会保障支出と財政赤字については、八代〔2013〕25～30頁、八代〔2016〕72～75頁を参照。尚、医療・介護の保険給付分のように政府が家計に現物の形で支給する目的で市場から購入する財貨・サービスは、政府最終消費支出であるが、貯蓄投資バランスでは政府部門の投資に含まれる。

日本以外の先進国の貯蓄投資バランスも、国ごとに程度の差はあるが、類似の構造になってきているが、家計部門と民間企業部門が同時に貯蓄超過となり政府部門の投資超過を支える構造は、日本が最も大幅かつ長期間継続している。政府部門の社会保障支出は国民にとり不可欠なものが多いが、企業投資に比べると経済成長をけん引する力に欠ける。日本の長期停滞は、政府部門の投資超過と、民間企業部門の貯蓄超過という貯蓄投資バランスに起因するところが大きいことをまず指摘したい。

#### 2.4 需給ギャップは均衡から需要不足に

日本経済の長期停滞の原因を需要不足に求める意見を聞く<sup>8</sup>。図4の内閣府と日銀が推計する日本経済の需給ギャップをみると、両者は若干の差異はあるが、いずれも2013年頃に需要不足は解消し最近年は需要超過に転じている<sup>9</sup>。日本経済全体でみると最早需要不足の状態にはない。福田〔2017〕は内閣府と日銀推計の潜在GDPはリーマン・ショックによる落ち込みを中長期トレンドの低下とみなしたものであり、サマーズ教授流に潜在成長率がリーマン・ショック前の中長期トレンドの水準にあるとすると、日本のGDPはまだ本来の水準になく、日本経済は需要不足状態にあるとする。たしかにリーマン・ショックにより日本の実質成長率がマイナスになった主因は、世界同時不況による輸出の大幅減少にあり、中長期トレンドの低下とはみなしにくくサマーズ教授流の需要不足はある。ただ日本の実質成長率はリーマン・ショック前から主要先進国を下回り、潜在成長率はバブル経済崩壊後90年代初頭から低下が始まり、90年代後半から今日まで低水準にあり、長期停滞はリーマン・ショック前から始まっていた。



<sup>8</sup> たとえば MMT 支持者は需要不足を強調する (中野 [2019] 位置 No.200~333)。

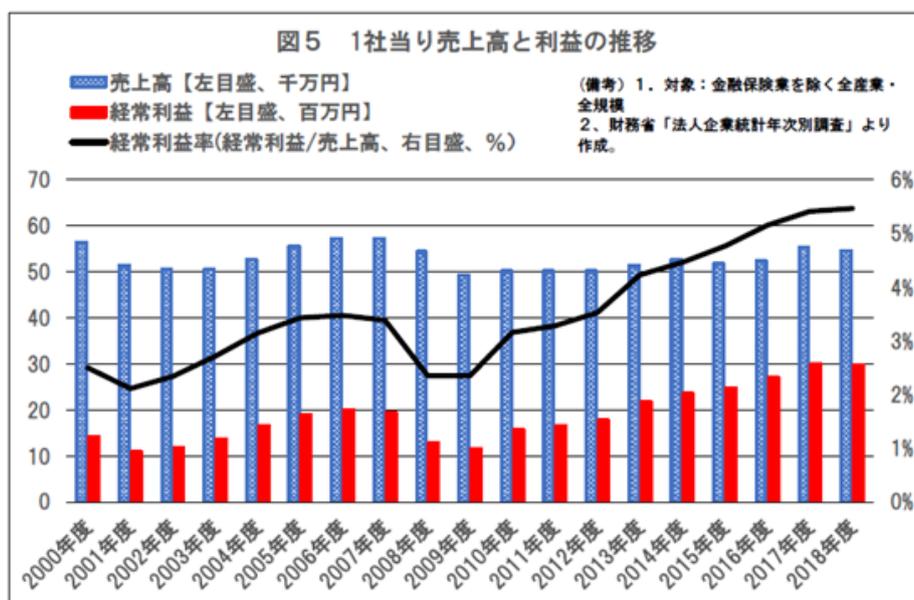
<sup>9</sup> 内閣府は需給ギャップを GDP ギャップと呼称する。潜在成長率 (図 1)・需給ギャップ (図 2) の、内閣府推計は内閣府HP (<https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/getsurei-index.html>)、日銀推計は日本銀行HP ([https://www.boj.or.jp/research/research\\_data/gap/index.htm/](https://www.boj.or.jp/research/research_data/gap/index.htm/)) による。

政府部門は投資超過、民間企業部門は貯蓄超過という貯蓄投資バランスが続く中で、内閣府と日銀の推計で需給ギャップが解消していることは、需要を喚起しても供給面で制約があることになる。このような状態で長期停滞を脱するために求められることは、潜在成長率を高めることである。投資は需要と供給の両面を増加させる二重性があり、民間企業が設備投資を増やすことにより、時間は少々かかるかもしれないが、需給が均衡した状態で成長率の上昇が達せられる。

### 3. 21 世紀の日本企業の行動分析

#### 3.1 企業業績は顕著に改善するも賃金が増加せず成長への貢献は限定的

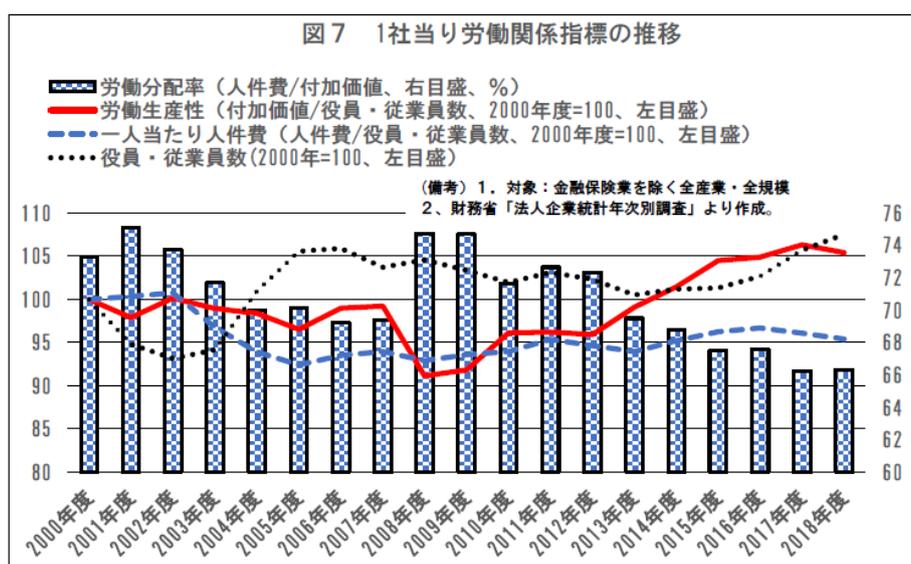
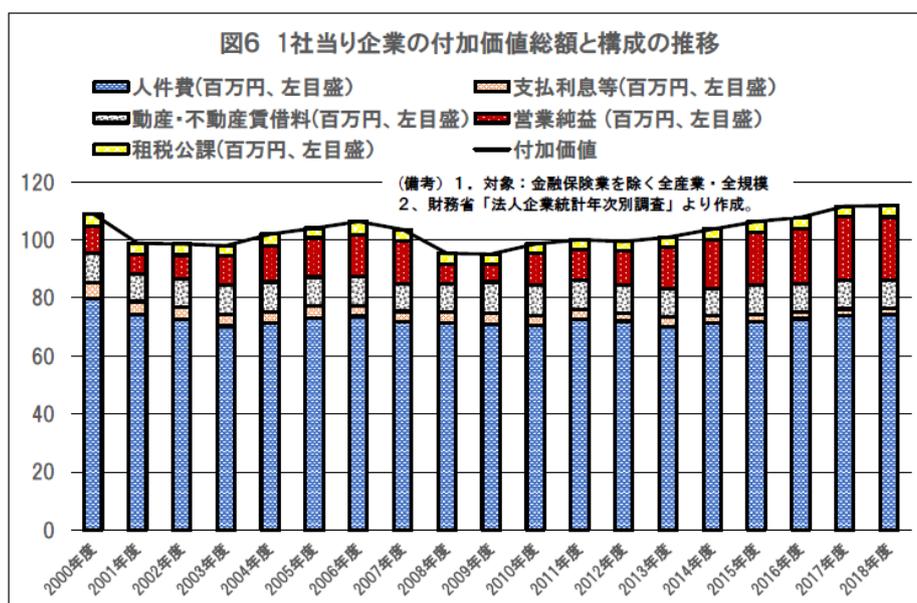
法人企業統計から 21 世紀の日本企業の行動を分析したい<sup>10</sup>。図 5 で売上高と経常利益の動向からみると、売上高は横這いに推移したが経常利益は顕著に改善した。売上高が増えない中での企業業績の改善は、バブル経済崩壊後 3 つの過剰と指摘された雇用、借金、余剰設備の削減など、経営の効率化が図られた結果であり、企業経営の視点からは合理的といえる。



GDP は付加価値で計算されるので、企業が創出した付加価値の推移を図 6 でみたい。付加価値総額は 2003 年頃から増加に転じた後、リーマン・ショックで大きく落ち込み、13 年頃から緩やかに増加してきたが、増加の程度は企業利益に比べ鈍い。その理由は付加価値の 2/3 を占める人件費が横ばいに推移したことにある。人件費が増加しないのは、図 7 にみるとおり役員・従業員数が 21 世紀通期でみると微増にとどまる中で、労働生産

<sup>10</sup> 法人企業統計を通じた企業行動分析は、以後断りのない限り金融保険を除く全産業・全規模企業を対象に、現実の企業行動として捉えやすいように 1 社当たりの計数を対象とする。2000 年代に入り統計の母集団数はあまり変動なく、総計の分析と大きな乖離はない。

性は上昇したにもかかわらず、賃金等一人当たり人件費が横ばいに推移したためである。



人手不足が続く中で正社員に比べ人件費が安い有期、パート、派遣などの雇用者（以後非正社員と称す）を増やすことにより必要労働力を確保した結果と説明される<sup>11</sup>。正社員には年功重視の賃金体系と長期雇用が維持される一方、非正社員の雇用と賃金は労働市場の需給動向が反映されるという、雇用の二重構造が維持されているためであり、「人手不足なのに賃金が上がらない」という、日本経済が抱える大きな問題が現れている<sup>12</sup>。こ

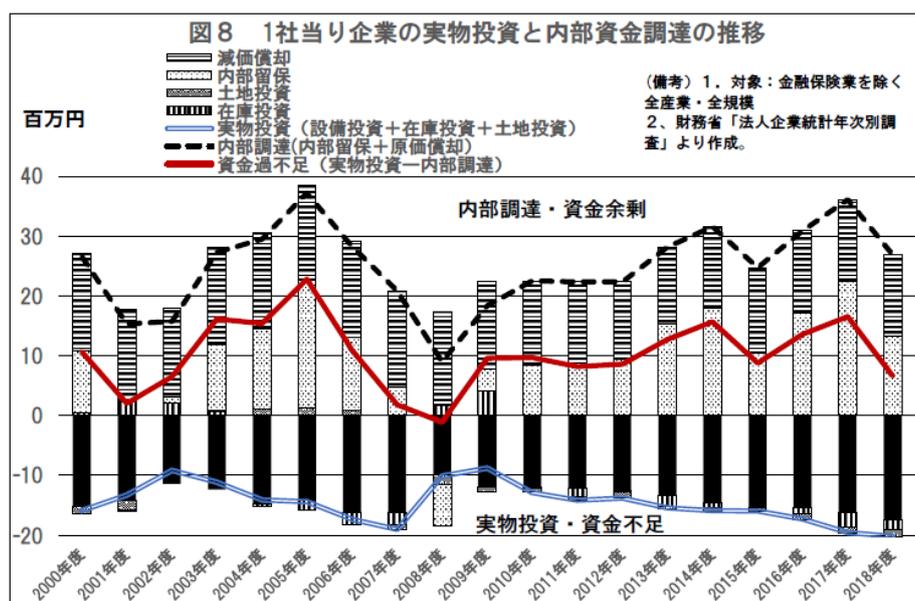
<sup>11</sup> 玄田編〔2017〕第7章、第9章、第12章。

<sup>12</sup> 雇用の二重構造については、八代〔2017〕第1章、第3章、玄田編〔2017〕第14章、第15章、松元〔2017〕第8章、第9章を参照した。

のことは、短期的な経営効率からみれば合理的でも、労働分配率（人件費/付加価値）の低下による国内消費抑制など、経済成長率の上昇を目指すためにはマイナスとなった。企業業績の改善は経営というミクロの世界では合理的であっても、マクロ経済の成長の視点では効果的でなく“合成の誤謬”の例といわれる<sup>13</sup>。

### 3.2 設備投資は緩慢な増加にとどまる

次に企業の実物投資（設備投資、在庫投資、土地投資）の推移を、企業財務のペッキング・オーダー理論<sup>14</sup>で最も優先される資金調達手段である内部調達（内部留保と減価償却の和）と対比してみたい（図8）<sup>15</sup>。実物投資は通常プラスであり中央線の下に、内部調達の金額は中央線の上に示される。内部調達と実物投資の差額が資金過不足であり、赤の実線の折れ線で示される。内部調達額が実物投資額よりも少なければ資金不足となり、外部から資金調達する必要があり、資金過不足線は中央線の下に、内部調達額が実物投資額よりも多ければ資金余剰となり資金過不足線は中央線の上に示される。

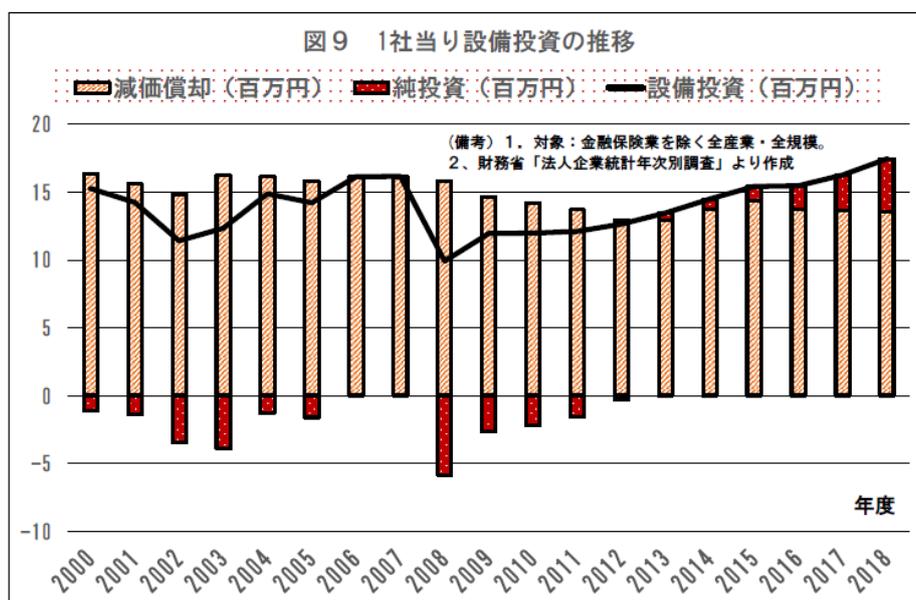


今世紀に入り実物投資額は内部調達額を下回る資金余剰が続いており、リーマン・ショック後も投資は上向いてきたが、内部調達は業績の好調により実物投資を上回るペースで増加した。手元に豊富な内部調達資金が用意されたにもかかわらず、成長戦略の柱である設備投資は内部調達の半分強にとどまった。設備投資は資本減耗を控除しない粗(グロス)の金額であるので、図9で減価償却を控除した純投資額でみると、純投資は今世紀に

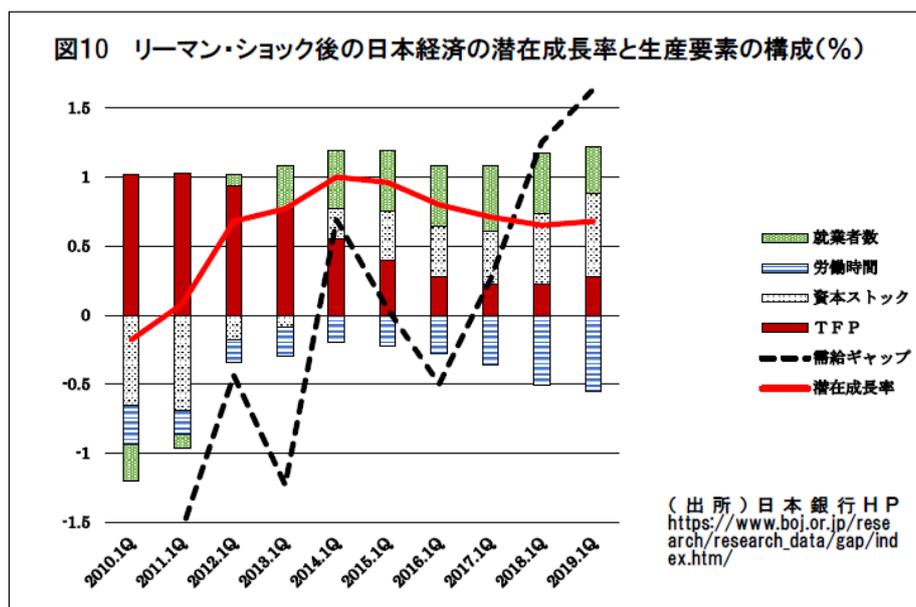
<sup>13</sup> 吉川〔2013〕第6章。

<sup>14</sup> 情報の非対称性や取引費用等により、資金調達を内部留保、負債、増資の優先順位で行うのが合理的で、実務慣行であるとする資金調達理論（脚注36を参照）。

<sup>15</sup> 図8の実物投資のうち土地投資は付加価値を生まないためGDE（国内総支出）には反映されないことを除き、図8はGDPベース貯蓄投資バランスの企業版である。



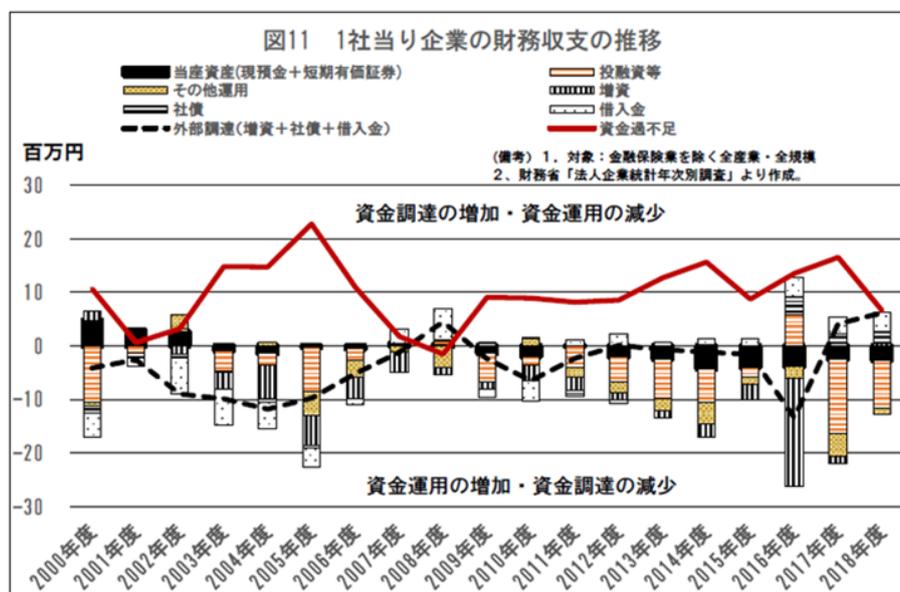
入り暫くマイナスの状態であったが、2013年度から漸くプラスに転じたが金額はまだ小さい。減価償却は会計上の約束事で現実の資本減耗を正確に表すものではないが、設備投資の太宗は修繕投資などの更新投資であることは明らかである。純投資が少ないことは、イノベーションに富む新規の成長投資が少ないことを意味する。その結果図10にみるとおり潜在成長率に対する全要素生産性（TFP）の貢献が、近年著しく低下しているという、ショッキングな結果が計測されている。日本企業が成長投資に挑戦する積極性に欠けていることを示す<sup>16</sup>。



<sup>16</sup> イノベーションが経済成長に決定的に重要であることは吉川〔2016〕74～78頁を参照。

### 3.3 保守的財務政策が目立つ-DE レシオの低下、手元流動性の上昇、配当性向の低下

図 11 は図 8 に示された余剰資金の運用をみたものである。銀行借入、社債発行、

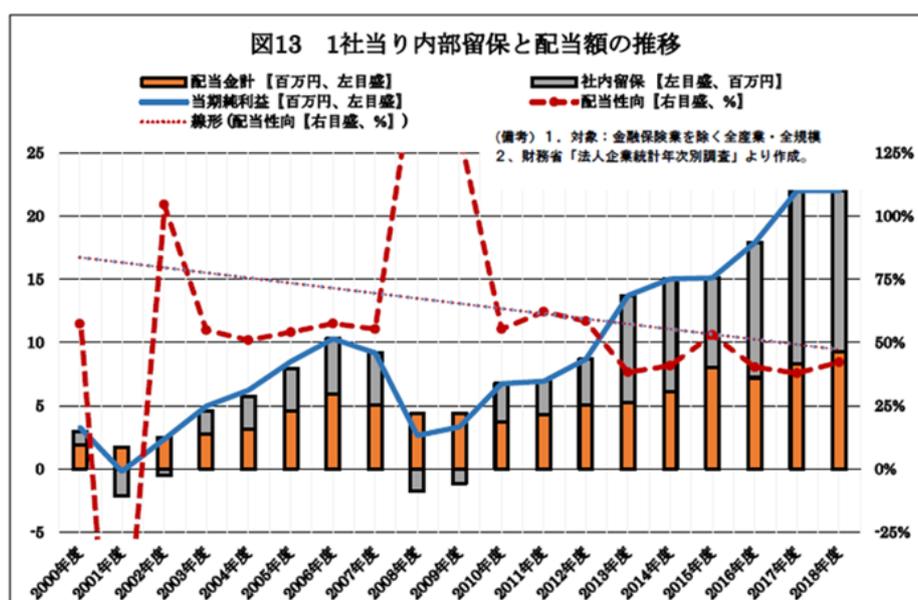
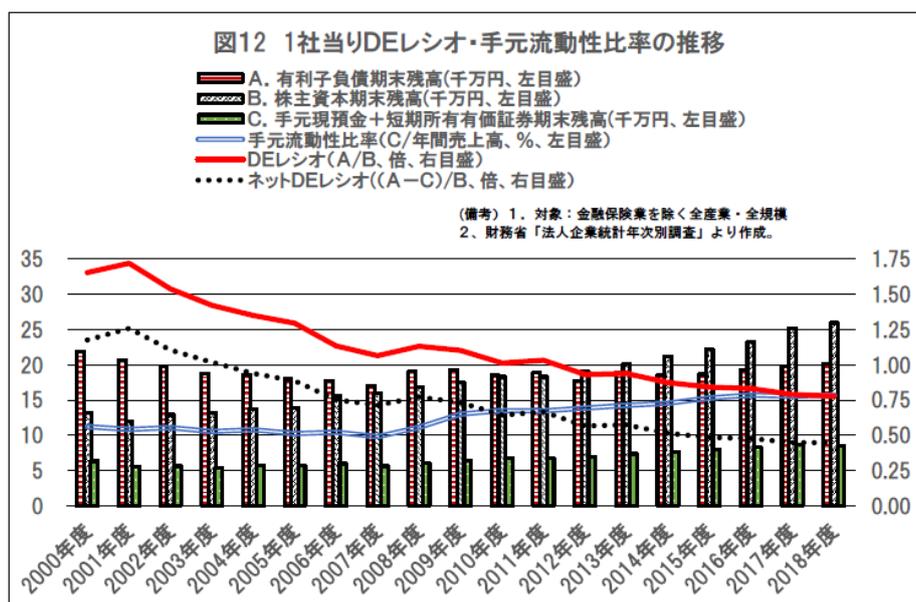


増資などの外部調達の純増や資金運用の純減は中央線より上に、資金運用の純増や資金調達の純減は中央線より下に示される。90年代から続いた有利子負債の削減は、リーマン・ショック後に止まったが、余剰資金の投融資及び当座資金（現預金と短期有価証券）での運用が目立つ。投融資の増加の詳細は法人企業統計では不明であるが、企業が海外での設備投資や海外M&Aを積極的に行った結果と説明される<sup>17</sup>。企業が海外投資に積極的なことを示すが、投資収益が国内の企業活動の活性化にはつながらず、空洞化が進んでいることになる。仮に投融資全額を実物投資に含めても、2000年代に資金余剰になった資金ポジションは変わらない。図 12 で DE レシオ〔有利子負債/株主資本〕と手元流動性比率〔(手元現預金+短期所有有価証券期末残高)/年間売上高〕をみると、DE レシオは 2000 年度末の 1.7 から 2008 年度末には 1.2 に、ネット DE レシオ〔(有利子負債-手元当座資産)/年間売上高〕は 0.8 から 0.4 まで低下した。

DE レシオの大幅な低下は、日銀により金融機関に豊富に供給された超低金利資金が、企業金融レベルでは十分活用されていないことを示す。手元流動性比率〔(手元現預金残高+短期所有有価証券期末残高)/年間売上高〕は、キャッシュ・マネジメント手法が進んでいるにもかかわらず、2000 年度末の 11.2%から 18 年度末には 15.7%に上昇した。さらに図 13 にみるように配当性向を下げ余剰資金を内部留保で積み増すなど、積極性に欠ける慎重な財務政策が目立つ<sup>18</sup>。

<sup>17</sup> 松元 [2019] 41 頁。

<sup>18</sup> 企業の財務政策の詳細分析は林原 [2018] を参照。



### 3.4 総括 - 保守的すぎる 21 世紀の企業行動

法人企業統計のデータから、21 世紀の日本企業の行動を、付加価値、投資、財務政策の視点から検証した結果観察されることは、企業行動に経済成長に貢献する積極性が欠けることである。人口減少の時代に入った日本経済が、長期停滞に陥った主因は保守的すぎる企業行動にある。

#### 4. 何が企業経営を保守的にさせたのか

21 世紀の企業行動を保守的にさせた要因を、様々な調査研究や企業家との面談などから得られる情報をもとに、特に重要と思われることを以下に記述したい<sup>19</sup>。

##### 4.1 ヒステリシスとしてのバブル経済の崩壊

2008 年度と 09 年度に大きくマイナスの経済成長になったように、リーマン・ショックの日本経済に与えた影響は小さくない。しかし前記のとおり実質成長率及び潜在成長率は 90 年代終りから今日まで低位にあり、長期停滞を招来させたヒステリシスとしては、リーマン・ショックよりバブル経済の崩壊の方が、はるかに大きいと考えられる。バブル経済崩壊後の景気後退、大手金融機関の経営破綻、長引く不良債権処理に伴う傷跡は、多くの経営者の心に深く残り、企業の新規設備投資のリスクアセスメントをより慎重にさせ、銀行が融資姿勢を厳しくするなど、企業行動を保守的にさせたように思える<sup>20</sup>。白川前日銀総裁は以下のように語る。

「どの国にも後々まで人々の意識に大きな影響を落とす出来事が存在する。米国では 1930 年代の大恐慌が、ドイツでは第一次世界大戦後のハイパーインフレーションの経験がそれに相当する。そうした過去の出来事は集団的記憶として引き継がれ、その国の経済政策の運営にも大きな影響を与える。戦後の日本においてそうした出来事を挙げるとすれば、間違いなく 80 年代後半に発生したバブル経済とその後のバブル崩壊、金融危機がそれにあたる。バブル期以降のさまざまな出来事からどのような教訓を引き出すかは人によって異なるだろうが、この時期に社会で仕事をした多くの意識や行動を左右したと言ってよい。私もその例外ではなかった。」<sup>21</sup>

##### 4.2 経営者の自覚の欠如

企業経営者からは、設備投資の低迷について、低成長下にあって採算がとれる魅力的な投資機会が少ないことを聞く。投資停滞と低成長の因果関係は、「鶏が先か、卵が先か」の議論になるが、経営者が潜在している未充足の需要を掘り起こし、新規の投資に果敢に挑戦するなど、少子高齢化という時代の変化を見据えた戦略的な経営に挑戦する自覚の欠如を指摘する声は大きい。経済同友会の小林代表幹事(当時)は、日本のデジタル化は世界と比べて 3 周遅れていると強い危機感を示し、その理由として現状に満足している人が多く、危機感がまるで足りず、自前主義が強いために眠ってしまっているという認識を示し

<sup>19</sup> 以下の諸項目は仮説ともいえるものが多く、これらの諸要因がなぜ生じたのか、さらに諸要因が 3 章で述べた企業行動にどのように影響を与えたのか、近年の企業理論 (The Theory of the Firm) や行動経済学の成果を踏まえて、掘り下げて分析することが、本稿に続く筆者の研究テーマである。

<sup>20</sup> バブル経済の破綻とその影響については多くの研究があるが、特に野口 [1992]、金融政策との関係に焦点をあてたものとして香西、白川、翁編 [2001] を参照。

<sup>21</sup> 白川 [2018] 41 頁。

た<sup>22</sup>。同氏はデザイン構想力がない政治家と面従する行政の責任を指摘したあと、「日本企業が環境の変化に対応し、先を見据えた戦略を打ち出せていないことについて、最も多くの責を負うべきは自分たちであることを、経営者は自覚すべき」と警鐘を鳴らす<sup>23</sup>。経済界のリーダーの率直な経営者の自覚を促す発言であり重みを感じる。松元崇氏は IT 革命による製造工程のモジュール化という生産構造のグローバルな激変変化に対し、日本企業は雇用をモジュール化する対応が必要だった。しかし従業員（正社員）の雇用を守るという逆行する対応をしたため、賃金抑制による収益確保が当たり前になり、多くの企業はイノベーションに取り組む意欲を低下させてしまったと説く<sup>24</sup>。伊藤レポート最終報告書〔2014〕は、イノベティブと見られてきた日本企業が、持続的な低収益性というパラドックスに陥っているのは、競争力の源泉としての「人的資本」、技術や知的財産等の「知的資本」、ブランドといった無形資産投資が 2007 年以降減少しているためであると指摘するが、経営者の自覚の欠如に対する警告と考えられる。

#### 4.3 規制等の参入障壁

日本は高齢化が先進国の中で最も速いスピードで進んでいるが、「高齢化が進む社会はイノベーションの宝庫である<sup>25</sup>」にもかかわらず、高齢化に伴う投資機会が規制等による参入障壁により阻まれている。象徴的な例は特別養護老人ホーム（特養）に対する参入規制である。特養は原則要介護度 3 以上の 65 歳以上の高齢者を入居対象者とする介護老人施設であるが、現在 30 万人の入居待機者がいる<sup>26</sup>。その理由は特養の設立が社会福祉法人と地方公共団体のみ認められ、株式会社の特養参入は認められていないことにある。課税が免除され多額の補助金を受けられる社会福祉法人の新設はほとんど認められず、地方公共団体は財政難のため、特養の増設が難しいためである。特養以外でも株式会社の参入が認められている介護付有料老人ホーム等について、「総量規制」といわれる参入規制をしている地方自治体がある<sup>27</sup>。80 万人の潜在的待機児童がいると推定され、社会問題にもなった認可保育園も供給不足事業である。かつて存在した株式会社の認可保育園への参入規制は、現在は多くの地方自治体で撤廃されたが、認可保育園の多くは歴史的経緯で社会福祉法人と地方公共団体が経営しており、特養と同様の理由で大量の保育園を作ることはできない。このため近年の待機児童対策として株式会社の参入が報道されるが、株式会社には法人税などが課税されるなど、非課税の社会福祉法人等と対等の競争条件にないという参入障壁があり、株式会社の保育園事業への参入も十分でない<sup>28</sup>。成長産業で労働需

<sup>22</sup> 小林監修〔2019〕31～32 頁。

<sup>23</sup> 小林監修・経済同友会著〔2019〕31 頁。

<sup>24</sup> 松元崇〔2017〕位置 No.669-672。

<sup>25</sup> 吉川・八田編著〔2017〕29 頁。

<sup>26</sup> 厚生労働省〔2017〕。

<sup>27</sup> 介護老人施設に関する参入規制については公正取引委員会（2017）を参照。

<sup>28</sup> 待機児童問題については鈴木亘、八田達夫〔2018〕を参照。

要が増加している医療・福祉産業には、診療報酬制度や介護報酬制度によりサービスの価格が抑制されており、サービス業全体の賃金硬直性につながっている<sup>29</sup>。吉川・八田編著〔2017〕によれば、イノベーションの障害となる諸規制の目的は、①安全性の担保、②公金使用にともなう規制、③弱者保護の三つに大別され、規制導入の当初は妥当な理由があっても、前提が変わってしまったものが少なくない。<sup>30</sup> 大量の需要があるサービスの提供に伴う諸問題は、イノベーションの障害となる供給制限ではない他の適切な方法で解決を図り、積極的な企業行動により長期停滞を脱する環境が作られることが望まれる<sup>31</sup>。

#### 4.4 労働市場の二重構造と正社員雇用の流動性の欠如

人的資源の最適配分を妨げる、正社員と非正社員という区分による雇用の二重構造と、正社員に特にみられる雇用の流動性の欠如に関わる改革は、日本経済の長期停滞脱却のために、今最も必要とされるテーマである。正社員は、新卒一括採用に始まる長期雇用保障、年功重視の賃金体系、企業別労働組合などの雇用契約にしばられ、定年前に中途転職することをよしとしない文化と、職を変わる仕組みの未整備と相まって、職を変えることが簡単ではない<sup>32</sup>。一方有期契約の非正社員の処遇は、短時間労働者への被用者保険の適用拡大が促進されるなど、一部に改善措置が講じられているが正社員と同等ではない。「同一労働同一賃金」といいつつも、正社員と非正社員の区分があることが問題なのである<sup>33</sup>。このために人材のモビリティが欠け、企業を支える労働力の適正配分がなされないことが、企業活動の活性化のボトルネックになっている。日本の雇用慣行が過去の高度成長期には大きな成功を収めた成功体験により、これを低成長の今見直す具体的なアクションを取ること、企業経営者も労働組合も積極的のようにみえない<sup>34</sup>。例えば日本で一般的に制度化されている正社員の定年退職制度は、年功を重視した長期雇用を前提にした制度である。年金支給開始年齢のさらなる引き上げが必要になることを展望すると、欧米で年齢による差別として禁じられている定年制は、70歳以上でも働きたい高齢者が多い日本でこそ廃止を検討すべきである<sup>35</sup>。

<sup>29</sup> 玄田編〔2017〕第1章〔近藤絢子著〕、第10章〔塩路悦朗著〕。

<sup>30</sup> 吉川・八田編著〔2017〕34～50頁。

<sup>31</sup> 福川・根本・林原共編著（2014）は、介護と保育を含む諸産業の問題を官民連携（Public-Private Partnership）の活用で成長戦略に結びつけることを、多くの事例で提示している。わが国では内閣総理大臣の諮問審議会である「規制改革推進会議」が、経済社会の構造改革を進める上で必要な規制緩和の基本的改革の在り方を総合的に調査・審議している。

<sup>32</sup> 松元崇〔2017〕位置 N0.131。

<sup>33</sup> 八代〔2017〕第3章

<sup>34</sup> 報道されるところによると、経団連は今年の春闘に向けた経営側の指針で、新卒一括採用や終身雇用、年功型賃金など、戦後長く続いてきた日本型雇用システムが「時代に合わないケースが増えている」として見直すよう促したとのこと。大きな山が動きだしたということか。

(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200121/k10012253451000.html>) NHK NEWS WEB.2020.1.21.

<sup>35</sup> 八代〔2017〕第2章、第5章。高齢者の就労意欲は厚生労働省（2019）を参照。

#### 4.5 トービンの $q$ の上昇を目指さない財務政策

21 世紀の企業の財務政策が保守的すぎる一因は、財務理論の正しい理解が浸透していないことにある。財務理論では、企業価値は予想キャッシュフローを、企業の総資本コスト (Weighted Average Cost of Capital : WACC) で割り引いて得られる現在価値であり、企業が目指すべき財務上の目的は企業価値の最大化である。企業価値は市場が評価する負債額と株主資本の時価に具現化されるので、企業にはトービンの  $q$  [(市場が評価する負債額+株主資本の時価総額)/使用資産の再取得価格] を高める経営をすることが求められる。トービンの  $q$  を高めるためには、成長投資を行い投下資本利益率 (Return on Invested Capital : ROIC) を高めるか、WACC を極力低くするか、あるいはその両方を行い、株価を高める経営を目指さなければならない<sup>36</sup>。近年伊藤レポート [2014] 等の効果もあり、企業は ROIC あるいは自己資本利益率 (Return On Equity : ROE) の向上に務めるようになってきたが、WACC を引き下げることには関心が薄いように思える。歴史的に低金利にある負債調達を増やして、WACC を最低にする DE レシオを目指す財務政策が履行されることが望まれる。最適 DE レシオの水準は個別企業の資金環境等により異なり、実務で把握することは簡単ではないが、負債の超低金利を考えると現状の DE レシオの急激な低下は、資本構成が最適点を下回っていると思われる。企業の IR で無借金になったことを誇る社長のプレゼンテーションを聞くが、無借金であることは倒産のリスクを小さくするが企業価値は最大化されない。手元流動性比率が必要以上に高いこと、および配当性向を引き下げ内部留保を積み増していることは、日本企業への投資の魅力を落とし株価にマイナスの影響を与えている。企業の時価総額ランキングは、1989 年時点では NTT が群を抜いて首位であり、TOP5 を日本企業が独占し、上位 50 社中 32 社は日本企業であった。一方 2019 年 4 月時点のランキングの上位は米 GAFa を含む IT 企業と中国 IT 企業が大部分を占める結果となり、日本企業は 50 位以内にトヨタ 1 社のみ入っているにすぎない。<sup>37</sup> 現在金融庁と東京証券取引所で上場基準等の見直しが検討されており、仮に東証 1 部上場基準時価総額を現状の 250 億円から 500 億円に引き上げると、上場会社数は現状の半数になると

<sup>36</sup> モジリアーニ・ミラー (MM) 理論では完全競争、法人税がない等厳密な仮定のもとでは、営業利益の予想が同じであれば、資本構成の変化は企業価値に影響を与えず、株主資本のコストと負債のコストの加重平均資本コストである企業全体の資本コスト (Weighted Average Cost of Capital : WACC) は資本構成が変わっても不変となる。法人税が課せられると MM の修正理論のとおり、負債調達の利払いの節税効果により DE レシオの上昇にしたがい WACC は低下する。しかし現実には DE レシオが高くなるほど資金繰り破綻懸念のコストが上昇し、やがて資金繰り破綻懸念のコスト上昇が節税効果を上回り、WACC が低下から上昇に転ずる。DE レシオが、現実の経済における WACC が最も低い最適資本構成となる。これを資本構成のトレード・オフ理論といい、3.2 と脚注 13 で述べたペッキング・オーダー理論と対立するように思えるが、前者はストックの理論、後者はフローの理論であり両者は必ずしも対立するわけではない。実務ではペッキング・オーダー理論に準じて当初の資金調達を行い、以後負債の借換え時等に、負債のリバランスを図り、トレード・オフ理論に準じた資本構成にするのが望ましいといえる (林原 [2006] 36~39 頁、林原 [2018]、井出・高橋 [2009] 第 12 章、第 23 章、Brealey and Myers [2000] pp.474-492)。

<sup>37</sup> STARTUP DB による (<https://media.startup-db.com/research/marketcap-global>) 2019.07.17.

いう<sup>38</sup>。日本企業の時価総額が海外の企業より劣勢なのは、日本企業がトービンの  $q$  の向上を目指す財務戦略に欠けていることを示す。超低利負債の調達を増やし、設備投資や増配に充当しトービンの  $q$  を高めることが、今企業に望まれる財務政策である。

#### 4.6 企業不祥事の多発と監査・監督体制の不完備<sup>39</sup>

近年日本を代表する企業で、企業の上層部が関与する不祥事が多発している<sup>40</sup>。そのため業務執行を担う経営陣（以後経営陣と称す）が、不祥事発生が企業業績に与える負の影響を恐れ、心理的に防御姿勢が強くなり、挑戦的な投資の意思決定に慎重姿勢を強めることになっていないだろうか。近年コーポレートガバナンス報告書の策定や、コーポレートガバナンス・コードの運用が制度化されるなど、コーポレートガバナンスの体制整備が進められてきたにもかかわらず、企業不祥事が多発している一因は、体制整備が独立社外取締役・社外監査役の導入と人数増加という形式面に焦点があたり、実効ある監査・監督体制の構築が不完備なことにある。本来監査役・監査等委員・監査委員に託されている領域まで、経営陣が相当程度の時間とエネルギーを割かざるを得なくなっているように感じる。実効ある監査・監督体制は、監査役等及び監査役会等の地位と責任に、十分な独立性と尊厳（Dignity）を付与し、不祥事の発生を未然に防止し、不幸にして発生した場合に大事に至らないよう適切に処理する体制を築くことであり、以下がそのための体制整備の試案である<sup>41</sup>。

- ①. 株主総会に提出される監査役等の任命議案は監査役会等の提案とする。
- ②. 監査等委員会設置会社と監査委員会設置会社においても、業務と社内事情に精通している常勤の監査等委員または監査委員の設置を義務化する<sup>42</sup>。

<sup>38</sup> 山田〔2019〕。

<sup>39</sup> 会社法では取締役会が取締役の業務執行を「監督」し（会社法 362 条 2 項 2 号）、監査役が取締役の業務執行を「監査」する（会社法 381 条 1 項）と規定されており、「監督」と「監査」が異なって使用されている。しかし特に取締役の過半数が社内出身者である監査役会設置会社では、取締役会の「監督」は機能していないケースが多い上、コーポレートガバナンス・コードでは、取締役の「監督」と監査役の「監査」機能の有機的連携の確保が謳われ（原則 4-4）、法律学者からも「監査役は、グローバル・スタンダードである独立取締役・監査委員の役割・機能に合わせる形で、法的・実務的な役割・機能が変わり始めている」（田中亘〔2018〕）という意見が出されるなど、「監査」と「監督」機能を連結する意見が強くなってきている。筆者は実務経験に基づき「監査」と「監督」は究極的には統合すべきという意見であり、本稿では、監査役会設置会社の監査役（会）、監査等委員会設置会社の監査等委員（会）、指名委員会等設置会社の監査委員（会）に関わる制度を、「監査・監督制度」総称する。尚、以後監査役・監査等委員・監査委員を監査役等、監査役会・監査等委員会・監査委員会を監査役会等と総称する。

<sup>40</sup> リーマン・ショック後メディアに報道された主な大企業の不祥事は以下のとおり。2011 年：年オリパス 不正会計、大王製紙 経営者不正、2012 年：野村 HD 増資インサイダー、2013 年：23 JR 北海道 レール異常の放置・隠ぺい、みずほ銀行 反社向け融資、2015 年：東洋ゴム 免震データの改ざん、東芝 不正会計、旭化成建材 杭打ちデータ改ざん、2016 年：三菱自動車 燃費データ不正、2017 年：富士ゼロックス 不正会計、日産自動車 無資格検査、神戸製鋼所 品質データ改ざん、商工中金 不正な制度融資、2018 年：日産自動車会長逮捕。

<sup>41</sup> 詳細は林原行雄〔2019〕を参照のこと。

<sup>42</sup> 現状でも監査役会設置会社においては、常勤監査役を選定しなければならない。

- ③. 内部統制の監査・監督を行う内部監査部門を監査役会等の管轄下に置く<sup>43</sup>。
- ④. 監査役会等は専属の業務執行に関与しない顧問弁護士を置く。
- ⑤. 内部通報処理と第三者委員会設置の主管を監査役会等とする。
- ⑥. 監査報告書の内容は、無限定適正意見であっても業務改善の余地がある時は定型のひな形文書を使わず、具体的な業務改善事項を指摘する中身のあるものにする。

以上を補足すると、監査役等の監査・監督の主要なミッションは、社長を筆頭とする業務執行の監査・監督であり、監査・監督される立場にある社長が、監査役等の人事権を持つことは、監査役等が率直に不適切な業務執行を指摘することを躊躇わせる懸念がある。近年社長を含む経営陣が関与する企業不祥事が発生しており、監査役等の人事に社長等の関与を外すことは重要である。社外の監査役等は元々業務執行から独立した立場にあるが、独立性が求められるのは社内の監査役等であり、その任命のみならず、任期終了後の処遇も社長等から独立した形で決まるシステムが構築されることが望ましい(①⑤)。社外監査役等は本業があり当該会社の取締役会、監査役会等に出席するのが精一杯であるうえ、会社の業務や社員について十分な情報に接することは難しい。社外監査役等に期待される監査・監督が機能するためには、社内業務に精通し情報に適切にアクセスできる常勤社内監査役等が配置され、監査役会等の配下に監査・監督の実行部隊である内部監査部門を通じて、社外と社内の監査役等のコラボレーションにより、監査・監督が行われることが望ましい(②③④)。監査・監督の結果の株主に対する開示もより透明性を高める必要がある(⑥)<sup>44</sup>。企業の監査・監督は原則監査役会等に委ねられ、社長等は安心して業務執行に励む体制が築かれてこそ、活力ある積極的な経営が実現される。

## 5. 結語

企業経営は、英米企業の株主利益重視型と、日本・ドイツ等のステークホルダー重視型に分けられているが<sup>45</sup>、21世紀になって伝統的企業経営方式の区分は発展的に見直されつつある。その契機は、2015年に国連総会で決議された持続可能な開発目標(Sustainable Development Goals: SDGs)である。SDGsは、飢餓、健康、不平等、環境問題など幅広い17のゴールと169のターゲットを定め、30年の目標達成を明示し、民間企業の積極的参加を求めた。ゴールの8番目に、「包摂的かつ持続可能な経済成長」が掲げられ、そのターゲットに「一人当たり経済成長率の持続」、「イノベーションを通じた高いレベルの経済生産性の達成」、「同一労働同一賃金の達成」など、本稿で

<sup>43</sup> 現状でも監査〔等〕委員会は、監査を内部統制部門を通して行うことになっているが、内部監査部社員の人事権は通常監査〔等〕委員会にない。

<sup>44</sup> 以上は会社法等法律面の検討はしていない上、取締役会の構成の過半が、社内の業務執行を司る社内取締役の場合である。取締役の過半が独立社外取締役で構成される、指名委員会等設置会社の場合には、バリエーションが必要であるなど、法制面の検討が別途必要であることを付言しておきたい。

<sup>45</sup> Tirole(2006)56～62頁、岡部〔2007〕22～30頁。

取り上げた事項も含まれている。日本が直面する諸課題の解決には十分な成長が必要であることは、SDGs と同様の理解であることを強調したい。SDGs を企業経営にどのように組みこむかは、経営者に課せられた大きな課題であるが、SDGs を受けて ESG 投資〔環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) への投資〕が企業の長期的な成長のためには必要であることが共通理解となり、企業の株価にも反映されるなど、SDGs・ESG 投資への取り組みが、企業行動に具体的に組み込まれるようになった<sup>46</sup>。企業は株主やステークホルダーだけでなく、グローバル社会との共生を図ることを目指さなければならない。市場経済を担う民間企業の行動が保守的すぎるため、日本経済の長期停滞が生じているのであれば、民間企業は長期停滞を脱するために主体的行動を起こすことは、SDGs 上の責務でもある。SDGs の達成のためには、企業におけるイノベーションに期待されており、市場規模は 12 兆ドルとも言われている。21 世紀の日本企業の行動が、日本経済の長期停滞を脱するために、より活性化することを期待したい。

(参考文献)

- 井出正介・高橋文郎〔2009〕『経営財務入門』日本経済新聞社。  
伊藤レポート最終報告書〔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。  
岡部光明〔2007〕『日本企業とM&A』東洋経済新報社。  
経済同友会政策分析センター〔2018〕「待機児童ゼロを目指して ～東京都の試み」2018.3.16。  
玄田有史編〔2017〕『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶応義塾大学出版会。  
香西泰、白川方明、翁邦雄〔2001〕『バブルと金融政策』日本経済新聞社。  
厚生労働省〔2017〕「特別養護老人ホームの入所申込者の状況」  
(<https://www.mhlw.go.jp/stf/houdou/0000157884.html>) 2017.3.27。  
厚生労働省〔2019〕「金融審議会市場ワーキング・グループ (第21回) 厚生労働省提出資料」.  
([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20190412/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20190412/02.pdf))  
2019.4.12。  
公正取引委員会事務総局経済取引局調整課〔2017〕「参入規制の緩和等」  
([https://www.jftc.go.jp/soshiki/kyotsukoukai/kenkyukai/kaigo/kaigobunnya-1\\_files/sannnyukiseinokannwa.pdf](https://www.jftc.go.jp/soshiki/kyotsukoukai/kenkyukai/kaigo/kaigobunnya-1_files/sannnyukiseinokannwa.pdf)) 2017.4.19。  
小林喜光監修・経済同友会著〔2019〕『危機感なき茹でガエル日本』中央公論新社。  
財務省〔2019〕「日本の財政関係資料」  
([https://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/201906.html](https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201906.html)) 2019.10。  
白川方明〔2018〕『中央銀行』東洋経済新報社。  
鈴木亘、八田達夫〔2018〕「待機児童ゼロを目指して ～東京都の試み」  
(<https://www.doyukai.or.jp/bunseki/spotlight/nurture/180605.html>) 経済同友会政策分析センター2018.6.5。

---

<sup>46</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の 2018 年度末の ESG 投資残高は 3 兆 5 千億円に達し、1 年前の 2.3 倍に増えた (<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO47015470V00C19A7EA4000/>) 日本経済新聞 2019.7.5。

- 田中亘〔2018〕「会社法が求める監督、監査とは」  
([https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2018/data/rel180129c5.pdf#search=%27%E7%94%B0%E4%B8%AD%E4%BA%98+%E7%9B%A3%E6%9F%BB%E5%BD%B9%27](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180129c5.pdf#search=%27%E7%94%B0%E4%B8%AD%E4%BA%98+%E7%9B%A3%E6%9F%BB%E5%BD%B9%27)) 日本銀行ガバナンス改革・フォローアップセミナー 2018.1.29.
- 中野剛志〔2019〕『目からウロコが落ちる 奇跡の経済教室【基礎知識編】』KKベストセラーズ.
- 野口悠紀雄〔1992〕「バブルの経済学—日本経済に何が起こったのか」日本経済新聞社.
- 福川伸次・根本祐二・林原行雄共編著〔2014〕『PPP が日本を再生する-成長戦略と官民連携』時事通信出版局.
- 福田慎一〔2018〕『21 世紀の長期停滞論』平凡社.
- 松元崇〔2017〕『持たざる国からの脱却 - 日本経済は再生しうるか』中央公論新社中公eブックス.
- 松元崇〔2019〕『日本経済 低成長からの脱却-縮み続けた平成を超えて』NTT出版.
- 八代尚宏〔2013〕『社会保障を立て直す』日本経済新聞出版社日経プレミアシリーズ.
- 八代尚宏〔2016〕『シルバー民主主義』中央公論新社中公新書.
- 八代尚宏〔2017〕『働き方改革の経済学』日本評論社.
- 山田雄一郎〔2019〕「東証1部「上場基準の厳格化」が与える巨大衝撃」  
(<https://toyokeizai.net/articles/-/267408>) 東洋経済 ONLINE2019.1.31.
- 吉川洋〔2013〕『デフレーション』日本経済出版社.
- 吉川洋〔2015〕「人口減少、イノベーションと経済成長」*RIETI Policy Discussion Paper Series 15-P-017*.
- 吉川洋〔2016〕『人口と日本経済』中央公論新社中公新書.
- 吉川洋・八田達夫編著〔2017〕『エイジノミクスで日本は甦る』NHK出版.
- 林原行雄〔2006〕『財務からみる企業行動』魁星出版.
- 林原行雄〔2015〕「企業評価指標としての ROE の問題点とコンセッションへの示唆」東洋大学 PPP 研究センター紀要 2015 年度 6 号.
- 林原行雄〔2018〕「企業の財務政策は保守的すぎないか - 望まれる超低金利負債の有効活用」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー、日本金融学会 2018 年度秋季大会研究報告 2018.10.21.
- 林原行雄〔2019〕「私のコーポレート・ガバナンス改革案 - 実効ある監査・監督のために何が必要か」昭和女子大学現代ビジネス研究所研究員サロン講演資料 2019.2.13.
- Brealey, R, and S.C.Myers〔2000〕, “Principles of corporate Finance 6<sup>th</sup> ed.” McGraw Hill (藤井真理子・国枝繁樹監訳〔2002〕「コーポレート・ファイナンス」上下、日経 BP 社) .
- Summers, Lawrence H.〔2014〕, “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, *Business Economics Vol. 49, No. 2*, National Association for Business Economics.
- Tirole, Jean (2006) *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.