



京都大学大学院経済学研究科
プロジェクトセンター
ディスカッションペーパーシリーズ

金融化が日本経済の資本蓄積に与える 影響に関する実証分析

- 日本企業における「株主価値志向」浸透の観点から -

嶋野智仁 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程

No.J-13-001

2014年2月

〒606-8501

京都市左京区吉田本町
京都大学大学院経済学研究科
プロジェクトセンター

『金融化が日本経済の資本蓄積に与える影響に関する実証分析
日本企業における「株主価値志向」浸透の観点から』

嶋野 智仁*

1.はじめに

1980年代以降、先進国（特にアメリカやイギリスなどのアングロ・サクソン諸国）では「金融化」と呼ばれる現象が進行している。金融化は社会・経済に及ぼす影響が広範囲な現象であるため、その定義も多様である。例えば、金融化を包括的に扱った文献である Epstein (2005)においては、金融化は「国内経済・国際経済において金融市場、金融業者、金融企業の役割、一般人の金融利益が徐々に増大していく過程である」と定義されている(Epstein (2005) p.3)。この定義は曖昧ではあるが大まかには、世界経済における様々な経済領域において、実体経済に対する金融経済の相対的重要性が強まってきているという近年の傾向を指摘したものであるといえる。

こうした金融化が経済に与える様々な影響のうち注目を集めてきたテーマの一つに金融化が資本蓄積に与える影響があり、特に過去数十年のアメリカ経済において、経済の金融化が進行する中で実体経済においては資本蓄積率の低迷が同時に進行したため、この資本蓄積率の低迷の原因を金融化に求める議論が多くなされてきた。こうした議論はいずれも経済の金融化の中で「株主価値志向」と呼ばれる、株主を企業経営において最も重要視し、株価や配当といった株主の利益(「株主価値」)を最優先する企業統治のイデオロギーが経済の様々な側面において及ぼす影響に特に着目している。理論面では van Treeck (2008)、Hein and van Treeck (2010)、Hein (2011)などが、実証面では Stockhammer (2004)や van Treeck (2008)、Orhangazi (2008a,b)などが、主にアメリカ経済を念頭におきながら、金融化が「株主価値志向」を通じて、企業の経営目標や投資行動、配当政策などをより「株主価値」を満たす方向に変化させていることに着目しながら、こうした企業行動の変化の結果として企業における実物投資、ないし資本蓄積が阻害されている可能性を示してきた。

本稿の目的は、こうした「株主価値志向」を通じた金融化の資本蓄積へのネガティブな影響が果たして日本経済においても見られるか否かを実証的に明らかにすることである。これまで日本経済に関しては企業経営における「株主価値志向」浸透の観点から金融化が資本蓄積に与える影響が分析されることはな

* 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程。

E-mail address: shimano.norihito.22x@st.kyoto-u.ac.jp

かったが、青木・宮島（2011）や福田（2011）などが示すように、1990年代初頭のバブル崩壊後、企業における所有構造の変化などから企業経営において「株主価値志向」の浸透が徐々に進んでおり、この「株主価値志向」の浸透により、一定部分の日本企業が特に2000年代以降、経営目標を長期成長から短期的な利潤ないし資本効率の重視へと変化させ、また積極的配当政策をとるようになってきている。本稿はこうした変化を日本経済の部分的金融化としてとらえ、この「株主価値志向」の浸透にともなう日本経済の部分的金融化が資本蓄積に与えた影響を、計量分析を行うことで明らかにすることを目指した¹。

計量分析においては、日本の非金融・保険業を選択し、非金融・保険業において全産業・製造業・非製造業の産業別に「株主価値志向」の増大を示す変数(配当・資本比率)を金融化の代理変数として説明変数に含んだ投資関数の推計を行い、さらにこの各々の産業区分において、全規模、大企業、中堅・中小企業という規模区分も行い、規模別でも同様の投資関数の推計を行って、日本の金融化の資本蓄積への影響が企業規模に応じて異なるかどうかを確かめた。分析の結果は、全産業と非製造業の全規模、および全産業・製造業・非製造業の大企業において金融化の代理変数は有意に負に推計されており、日本の非金融・保険業においては2000年代以降、「株主価値志向」の浸透による経営目標の短期化および積極的配当政策が、大企業を中心に資本蓄積にネガティブな影響を与えているというものであった。

本論文の構成は以下のとおりである。第2節では金融化に関する理論を概観し、金融化が理論的にミクロ、マクロのそれぞれのレベルで経済にどのような影響を及ぼしうるのかを示した。第3節では日本の金融化が現実、具体的にどのような側面において見られるものであるかを明らかにした。第4節では金融化の理論と日本の金融化の実際をふまえながら、金融化が日本経済の資本蓄積に与えた影響を実証分析した。第5節は結論である。

2. 金融化に関する理論

第2節では、金融化の理論に関する先行研究を概観し、金融化が理論的にミクロ、マクロのそれぞれのレベルで経済に及ぼしうる影響を確認する。金融化の理論で重要なのは、金融化が家計や企業といった経済主体に与えるミクロレベルにおける影響は、みな「株主価値志向」を通じたものであるということであ

¹ 本稿と同様に日本経済において金融化が資本蓄積に与えた影響を実証分析した先行研究としては既に西（2012）が存在するが、西（2012）は日本の金融化について本稿のように日本企業における「株主価値志向」浸透の観点から分析しているわけではなく、主に日本企業の金融取引と資本蓄積の関係に焦点をあてて分析を行っている。本稿は西（2012）と異なる視角から日本の金融化を分析することで、日本の金融化や日本の金融化が資本蓄積に与えた影響をほぼ全面的に否定している西（2012）とは異なる結論を導いている。

る。「株主価値志向」とは1980年代からアメリカの企業経営を支配した、株価・配当を最も重要視するコーポレート・ガバナンスにおけるイデオロギーであり²、金融化が「株主価値志向」を通じて企業や家計などに与えるミクロレベルでの影響は一様ではない（総需要に対して拡張的なものもあれば縮小的なものもある）ので、マクロ経済のレベルにおいては、ミクロレベルでの影響が重なりあう結果、金融化が総需要形成、および総需要形成を通じて資本蓄積に与える影響に関して、複数の異なる理論的帰結が導かれることになる。これらの金融化の理論に関して、以下では2-1節でミクロレベルにおいて金融化が企業・家計・所得分配に与える影響に関する理論を、2-2節では金融化がマクロ経済にどのような影響を及ぼすかについての理論をそれぞれ見ていく。

2-1. 金融化が企業・家計・所得分配に与える影響に関する理論

まず金融化が「株主価値志向」を通じてミクロレベルで、企業の経営目標や投資行動、家計の負債や消費、所得分配に及ぼす影響に関する理論をみていく。

2-1-1. 企業の経営目標や投資行動の変化

金融化が企業の経営目標・投資行動に与える影響に関して、Crotty (1990)は、現代の企業経営においては“owner-manager conflict”とよばれる経営者と所有者の間の対立があり、経営者と所有者は全く異なる目的を持ち、長期の成長(投資)を追求する経営者と配当(利潤)を重視する所有者の対立の中で、企業の投資決定もなされるのだと主張している。また Stockhammer (2004,2006)や Dallery (2009)なども同様に、企業は、金融制約(一定の利潤が無いと成長に必要な投資資金をファイナンスできない)と拡張制約(成長による企業規模の拡大はペーパー効果などにより利潤を低下させるので、企業が一定程度の成長をとげると、それ以上の成長においては利潤が低下していく)という二つの制約に直面しており、企業は金融制約の制約下で、拡張制約からくる成長と利潤のトレードオフについて自らが望ましい成長と利潤の組み合わせを選択しなければならないが、この選択は、成長(とそれに必要な実物投資)を愛好する経営者と(配当のための)利潤を愛好する所有者の抗争の中で決定されるのだとしている。いずれの理論も、「株主価値志向」において所有者である株主の力が企業内で経営者に対して強まり、経営目標が長期の成長から短期の利潤へと変化する経営の短期志向化がおこり、成長のための実物投資が企業において弱まる可能性を示唆している。

² 宇仁・磯谷・植村・山田 (2011)によれば、この「株主価値志向」というイデオロギーは資産価格の継続的な上昇をもたらすことで、アメリカの「金融主導型」の経済成長の主要な駆動力となった。このイデオロギーが1980年代のアメリカにおいて出現した背景や、近年の日本経済に与えている影響については第三節で詳しく述べる。

他方で Boyer (2000)は金融化が資産効果などで消費に強いプラスの影響を与えるならば、加速度効果により投資が増加する可能性があるとしており、Orhangazi (2008a,b)は金融化における企業の短期利潤志向による金融投資の増加は、それ自体が実物投資をクラウドディング・アウトする可能性がある一方で、金融投資にともなう金融的収益(配当収益や受取利息)の増加は投資にプラスの、金融的支出(配当支払や支払利息)の増加は投資にマイナスの影響を、企業のキャッシュ・フローの増減を通じて与える可能性を示唆している。

こうした理論からは、金融化が経営目標の変化などを通じて投資に与える影響は両義的(プラス・マイナス両方の可能性がある)であることがわかる。

2-1-2. 家計の負債増加が消費に与える影響

金融化が家計の負債や消費に与える影響に関して Palley (1994)は、「株主価値志向」がもたらす企業・家計の金融投資の増加により株式などの資産価格が上昇し続けるなら、家計負債の増加は負債貸与時には、資産効果により債権者である消費性向の低い高所得者家計(金利生活者などが想定されている)から債務者である消費性向の高い低所得者家計(一般家計)への購買力の移転により、結果として消費および総需要を増大させるとしている。また Dutt (2006)は、金融化において金融業への規制緩和により家計の信用へのアクセスが容易になることにより、家計の信用に基づく消費が容易になり、消費および総需要が刺激されるとしている。

2-1-3. 金融化が所得分配に与える影響

金融化は所得分配にも影響を与える。Boyer (2000)によれば、金融化において配当を重視する「株主価値志向」の経営がなされるようになると、株主の配当圧力のもとで企業(経営者)には配当のための利潤確保の必要が生じ、結果として所得分配において利潤シェアの上昇(賃金シェアの低下)がみられるようになる。また Hein and Schoder (2011)も、企業は金融化における金融取引の増加にともなう支払利息の増加に、賃金コストを犠牲にして対処するのだとし、利潤シェアが支払利息の正の関数になりうることを示している。いずれの理論も、企業は経済の金融化の中で金融的支出(配当支払や支払利息)の増加に直面して、賃金コストの切り下げによりこれに対処するため、結果として所得分配において利潤シェアの上昇(賃金シェアの低下)がもたらされるのだと考えている。こうした金

融化における賃金シェアの切り下げは、高い消費性向をもつ労働者階級の所得を減少させ、消費、総需要に負の影響を与える可能性がある³。

2-2. 金融化がマクロ経済に及ぼす影響に関する理論

金融化が「株主価値志向」の高まりを通じて企業や家計、所得分配に及ぼす影響に関する理論は以上のようなものである。理論的には、金融化が投資に与える影響は正負どちらの可能性もあり、消費に対しても金融化は、家計負債の増加による資産効果では正の影響を、所得分配における賃金シェアの低下においては負の影響を与えるとされ、異なる経路で反対の影響を消費に与えるので、これらの影響の相対的な強さにより、消費が金融化から受ける影響もまた、正負どちらの可能性もある。したがって、これらの金融化の異なる影響が重なったとき総需要の増減がどうなり、マクロ経済にどのような影響を及ぼすかは、容易には結論を出せない。金融化がマクロ経済に及ぼす影響に関する先行研究は、このように金融化が消費や投資に対していくつかの経路から異なる影響を与えることを考慮にいれながら、条件の違いによって、金融化が経済成長や資本蓄積に与える影響もまた一意ではなく、いくつかの可能性があることを示唆している。

van Treeck (2008)、Hein and van Treeck (2010)や Hein (2011)は金融化における「株主価値志向」の高まりが企業の経営目標を長期の成長から短期の利潤へと変化させることを指摘しており、こうしたミクロレベルでの企業の短期的な利潤志向の高まりが、マクロ経済に及ぼす影響を分析している。これらの論者によれば、マクロレベルで生じる結果は、主に金利生活者の消費性向や家計の資産効果に依存する。仮に「株主価値志向」の高まりが経営目標を長期成長から短期利潤へと変化させ、一時的に企業の投資を減らしたとしても、金利生活者の消費性向や家計の資産効果が非常に強く、この投資の減少や賃金分配の低下を上回る消費が生じる場合には、総需要にはプラスの影響が出て、加速度効果から企業の投資も上昇し、利潤も上昇する。これは Boyer (2000)の「金融主導型レジーム」にあたり、利潤率と資本蓄積率はともに上昇する。しかし、長期成長を犠牲とした短期利潤志向の経営が利潤率や設備稼働率を上昇させ、同時に金利生活者の消費性向や家計の資産効果が強く、賃金所得からの消費の減少を補うだけの消費をもたらしたとしても、こうした消費の増加が企業の投資を刺激するだけのものではないなら、加速度効果は無く、利潤率は上昇しながら資本

³ 金融化により賃金シェアの低下が総需要に及ぼす影響としては、労働者階級の所得低下による消費縮小の他に、利潤シェアの上昇による金利生活者などの所得増加による消費拡大も考えられるが、一般に、労働者の限界消費性向は金利生活者よりも高いので、この所得分配の変化はそれ自体では消費の縮小をもたらすと考えるのが自然であろう。

蓄積率は低下する「投資なき利潤レジーム」がもたらされる。さらに、金利生活者の消費性向や家計の資産効果が弱く、賃金所得からの消費の減少を埋め合わせることができず、また企業の投資もこうした消費の減少や、配当の増大などによるキャッシュ・フローの減少から低下するとき、こうした総需要の全般的な低下により、企業は当初目標としていた利潤率すら達成できず、利潤率・稼働率は低下し、資本蓄積率も低下する「収縮レジーム」がもたらされる。

以上、理論面から明らかになったことは、理論的には金融化が資本蓄積率のようなマクロの変数に与える影響も、様々な条件によりプラス・マイナスのいずれの結果にもなりうるということである。理論的に金融化の資本蓄積に与える影響がこの様に一意に特定されない以上、一国における金融化が、その国の資本蓄積に現実にどのような影響をもたらしているかという問題は、実証的な問題となる。本論文の目的は日本において金融化が資本蓄積に与える影響を実証的に明らかにすることであり、次に第 3 節では、日本の金融化の実際をアメリカと比較させながら論じ、日本が金融化の諸側面のうちどのような条件を満たしているかを明らかにして、第 4 節の実証分析につなげる。

3. 日本の金融化

本節では日本経済において、特に非金融・保険業がどのような部分において金融化しているかを明らかにするが、そのために、まず初めにアメリカ経済において、非金融・保険業の企業が過去に示してきた金融化の様々な諸特徴を示して、これらの諸特徴により金融化を具体的に定義し、その上で日本の非金融・保険業の企業がこれらの諸特徴をどの部分で満たしているかを調べるという方法をとった。金融化の定義においてアメリカ経済を用いたのは、金融化は過去数十年アメリカ経済において最も深刻かつ典型的な形で進行してきたからである。この方法から判明したのは、日本の非金融・保険業の金融化はアメリカのような全面的なものではなく、主に「株主価値志向」の浸透にともなう 2000 年代以降の企業の経営目標の変化および積極的配当政策においてみられる部分的なものであるということである⁴。

3-1. アメリカ経済に見られる金融化の典型例

まず日本の金融化に触れる前に、そもそも非金融・保険業における金融化がどのようなものであるかを定義するために、金融化が最も典型的な形で進行した

⁴ この日本経済が「株主価値志向」の浸透を通じて部分的に金融化しているというのが本論文の主張であり、日本経済の金融化をほぼ全面的に否定している西 (2012) と異なる点である。

アメリカ経済の非金融・保険業の金融化の諸特徴をみていく。アメリカ経済の金融化の諸側面は、大まかに以下の五つに分けられる⁵。

(1) 企業経営における「株主価値志向」の浸透とそれともなう企業の経営目標の変化

アメリカの金融化において最も重要なのは、アメリカの企業経営において「株主価値志向」と呼ばれる、企業経営において株価維持や配当といった株主の利益（「株主価値」）を最も重視する企業統治のイデオロギーが1980年代以降、前面に出てくるようになったことである。アメリカにおける「株主価値志向」の出現の背景には、1980年代以降のアメリカ企業におけるLBO（レバレッジ・バイアウト）と敵対的買収によるM&Aブームや、「モノ言う株主」として企業価値を十分に高めていないと判断した経営者をしばしば解任に追い込む機関投資家の台頭、ストック・オプションと呼ばれる経営者の報酬を株価と連動させる報酬システムの導入がある（三和（1999））。敵対的買収や、企業価値を十分に高めていないとみなす経営者を解任しようと試みる機関投資家の脅威に対抗するために、アメリカ企業の経営方針は短期的に株価を維持し、即効性のある株価改善策をとる方向へと変化し、株価を引き上げるための短期的な企業経営がとられるようになった（渡部（2005））。こうした短期的な企業経営の帰結が、Lazonick and O'Sullivan（2000）が指摘するような、1980年代以前のアメリカ企業における、自社の利益を「内部留保し、再投資する」経営から、1980年代以降の「従業員や事業をダウンサイズし、それにより生まれた利益を株主に配当する」という経営への変化であった。また、こうした「株主価値志向」の企業経営においては具体的な企業評価の指標も、EVA（税引後営業利益と資本コストの差）のような投資家へのリターンを意識した資本効率を重視したものが取り入れられるようになり、経営の効率性のために資産の処分や投資の減少が進むようになった⁶（池上（2005））。アメリカ企業における「株主価値志向」浸透の帰結は、長期の成長よりも、短期の利潤形成や株価向上・配当、資本効率を目的とする近視眼的な経営であった。

⁵ 本稿の主要な関心は非金融・保険業における金融化の資本蓄積への影響であるので詳細は検討しないが、ここであげた非金融・保険業における五つの金融化の諸側面の他、Krippner（2005）が指摘しているように利潤獲得の産業別シェアで金融・保険業が非金融・保険業のサービス業および製造業を圧倒するようになることも金融化の重要な側面の一つである。

⁶ 資本効率を重視した経営は、「株主価値」のための短期利潤を確保するための手段である。株価や配当のための残余利益を維持して「株主価値」を満たすためには、一定期間（短期）ごとにある程度の利潤を確保しなければならず、そのために資本あたりの利益を厳密に考慮する資本効率を重視した経営が志向されるようになる。こうした経営では過大投資はしばしば事業が失敗した場合、多大な損失を生み短期利潤の確保に支障をきたし「株主価値」を毀損するとされ、過大投資よりも過少投資の方が望ましいとされる（杉浦・川北・砂川（2008））。故に資本効率を重視した経営の下では、長期成長に必要な投資が過少になる可能性がある。

(2) 経営目標の変化にともなう企業の投資行動の変化

経営目標が短期志向になったことで、アメリカ企業の投資行動にも変化が出るようになった。経営者は、短期利潤のために、長期的成長のための設備投資のような実物投資とりやめ、配当やキャピタルゲイン獲得のための金融投資を盛んに行うようになり、金融投資で短期利潤を獲得することで株価の維持や高配当を維持した。特に非金融・保険業の企業が、これらの目的のために自らの本業とは異なる金融取引に没頭するようになった。Krippner (2005)はアメリカの非金融・保険業において、企業のキャッシュ・フローに占める金融的収益(利子・株式配当などによる)の割合が特に1970年において約10%程度であったが、その後急激に上昇し続け、2001年には40%を超えるまでに上昇したことを明らかにしている。

(3) 企業の積極的な配当政策

「株主価値志向」はまた企業の配当政策を積極的にし、これは企業の配当性向の上昇(内部留保率の低下)につながる。Skott and Ryoo (2008)や藤田 (2010)は1970年代から2000年代にかけて、アメリカ企業の内部留保率が10%以上低下していることを示している。アメリカ企業において、「株主価値志向」のもとで積極的な配当政策がとられるようになったのである。

(4) 家計の資産保有の増加と消費の増加

金融化の影響は家計においてもみられる。企業の「株主価値志向」の経営によりもたらされた資産価格の上昇の中で、1970年代から2000年代にかけてアメリカ家計の負債、保有資産のGDP比率はいずれも大幅に上昇しており、家計の可処分所得からの消費性向もまた上昇している。Stockhammer (2010)はアメリカの家計負債・GDP比率が1976年の約0.4%から2009年の約0.8%に倍増していることを示しており、Onaran et al. (2011)もアメリカの総家計資産・GDP比率が1974年の約1%から2007年に1.5%を超えるまでに大幅に上昇していることを示している。さらにStockhammer (2008)はアメリカ家計の可処分所得からの消費性向の年代別平均が1970年代に0.70、1980年代に0.73、1990年代に0.76、2000年代に0.80と傾向的に上昇してきたことを明らかにしている。バブルによる資産価格上昇をてこにアメリカ家計は負債と消費を大幅に増加させ、家計消費の増加はアメリカの金融主導型の成長を支える一因となった。

(5) 所得分配における利潤シェアの上昇(賃金シェアの下落)

金融化による企業の金融的支出(純利息や配当支出など)の増加は、所得分配にも影響を与えた。Hein and Schoder (2011)はアメリカの利潤シェア関数の回帰分析を行い、アメリカの利潤シェアが純利息と正の相関にあることを明らかにしている。純利息の増加はアメリカの利潤シェア上昇の重要な要因であり、アメリカ企業は金融的支出の増加を労働コストを犠牲にして(賃金シェアを切り下げて)対処したのである。

3-2 . 金融化の定義

これらがアメリカ経済における非金融・保険業の金融化の諸側面であり、以上より金融化の定義としては以下のようなものをあげることができる。

1)「株主価値志向」の高まりにより企業の経営目標が変化し、企業の経営目標として長期的な成長(およびそのための実物投資)よりも、「株主価値」を満たすために短期的な利潤や、資本効率を意識した経営指標が重視されるようになること。2)短期利潤形成の手段として金融投資が増加し、それにともない金融的収益(受取利息や配当収益)が増加すること。3)株主に配慮した積極的な配当政策(配当額の増加や配当性向の増大)がみられるようになること。4)家計の資産保有が増加し、消費性向も高まること。5)所得分配において利潤シェアが上昇(賃金シェアが下落)すること。これら 1)~5)を金融化の定義とし、次に日本経済について、これらの定義のうちどれが当てはまるかを検討する。

3-3 . 日本の金融化の特徴

上記の定義のうち定義 1)に関して、日本企業においても、特に 2000 年代に入って「株主価値志向」の浸透とともに、経営目標も徐々に短期化し、資本効率を重視したものに变化していると言える側面がある。日本企業における「株主価値志向」浸透の背景としてドーア (2002)は、バブル崩壊後、「失われた 10 年」と呼ばれる日本経済の長期低迷の中で、1990 年代に日本企業の企業統治に関してアメリカ・モデルへの志向性がみられるようになったことを指摘しており、吉村 (2007)は、2000 年代の日本企業が、株価・時価総額、配当性向や配当額、そして資本効率にかかわる指標など「株主価値志向」に基づいた経営指標をより重視するようになってきていることを示している。

また、日本企業の所有構造の変化も「株主価値志向」浸透の要因として重要

である。岡部 (2002)は 1997 年の金融危機以降、銀行株の株価下落による事業会社の銀行株売却から、金融機関と事業会社間を中心とする安定的な企業間関係の維持を保有目的とする相互安定的な株式持ち合いが解消されていったことを示しており、宮島・新田 (2011)はこの株式持ち合いの解消の中で、1990 後半から 2000 年代にかけて、日本の非金融法人企業において、アウトサイダーと呼ばれる投資収益の最大化を保有目的とする可能性の高い海外投資家・個人・信託銀行・年金信託の株式保有比率合計が大きく上昇していることを示している⁷。青木・宮島 (2011)は、こうした「株主価値」への要求の強い外国人株主や機関投資家の持株比率が高い企業ほど、ROA(総資産利益率)や ROE(株主資本利益率)といった資本の効率性に配慮する経営指標を重視しており、事業に対する利益指標に基づく事後的モニタリングがより厳格であることを指摘している⁸。吉村 (2007)が 2000 年代の日本企業において「株主価値志向」に基づく経営指標を重視する度合いが高まっている一方で、伝統的な長期成長に関わる売上・利益の絶対額や成長率などに関する経営指標も根強く重視され続けているということも示していることから、こうした経営目標の変化はアメリカの様な全面的なものであるとまでは言えないが、所有構造の変化などから部分的には特に 2000 年代以降進行していることを指摘できる。日本は金融化の定義 1)を部分的に満たしていると言える⁹。

次に定義 2)、3)、5)に関しては、日本の金融化に関する先行研究である西 (2012)がいずれについてもデータを示している。西 (2012)は、定義 2)に関して 1975 年から 2010 年にかけて、日本の非金融・保険業の企業の総資産に占める金融資産の割合は低下しており、キャッシュ・フローに占める金融的収益の割

⁷ 宮島・新田 (2011)によれば日本の非金融法人企業におけるいわゆるアウトサイダーの株式保有比率は 1990 年の時点で約 30%程度であったが、その後株式持ち合いの解消などが進む中で 1990 年代、2000 年代を通じて一貫した上昇傾向を見せ、2007 年には 50%弱までに達している。外国人投資家の株式保有比率は 1990 年に約 5%あったが、2009 年には約 25%にまでなった(福田 (2011))。

⁸ 宮島(2011)はさらに、外国人投資家がコアビジネスへの集中を望み多角化を嫌う傾向にあること、および株価に関連した指標に企業経営の重点を置き収益性の低い事業を縮小する圧力を強めることを指摘しており、Ahmadjan and Robinson (2005)は 1991 年から 2000 年にかけて日本企業において外国人保有比率が高まるほど事業のダウンサイズが進みやすかったという実証結果を示している。

⁹ 吉村 (2007)は、どの様な経営指標を経営目標として重視するかに関する調査を日本の上場企業(287 社)に対して 2005 年に行っており、その方法は様々な経営指標を企業に提示して、それぞれの経営指標に対して重要度を 5 点満点でつけさせる(5 点が最高(きわめて重視する)、1 点が最低(全く重視せず))というものであった。その際、提示した各々の経営指標に関して、企業に「この 5 年間」どれ程重視したか、「今後」どれ程重視するつもりかの両方について 5 点満点で重要度をつけさせ、提示した経営指標ごとに各社の平均点を算出して比較している。調査の結果は、「この 5 年間」から「今後」への平均点の推移は、経営指標ごとに、売上・利益の絶対額(4.38 4.43)、売上・利益の成長率(4.10 4.23)、株価・時価総額(3.81 4.19)、資本効率にかかわる指標(3.79 4.23)、配当性向・配当額(3.78 4.17)であった。この調査結果から吉村 (2007)は次の二つの結論を導いている。第一に、売上・利益の絶対額および成長率の様な日本企業が伝統的に重視してきた長期成長に関わる経営指標は「この 5 年間」においても「今後」においても株価・時価総額や資本効率にかかわる指標、配当性向・配当額の様な「株主価値志向」に関わる経営指標を平均点において並ぶかやや上回っており、2000 年代においても依然としてその重要度を失っていないということ、第二に、その一方で「この 5 年間」から「今後」にかけての平均点の上昇幅は、明らかに株価・時価総額や資本効率にかかわる指標、配当性向・配当額の様な「株主価値志向」に関わる経営指標の方が、売上・利益の絶対額および成長率の様な長期成長に関わる経営指標よりも大きく、「株主価値志向」に基づく経営指標の重要性も確実に強まっているということである。

合はほぼ横ばいであることから、日本の非金融・保険業においては短期利潤のために金融投資を増加させて金融的収益をあげるといった傾向は伺えないとしており、3)に関しては配当性向は趨勢的な上昇を示していないとしている。また、5)に関しては日本の利潤シェアは1980年代と90年代を通じて低下傾向であることを指摘している。これらより西(2012)は定義2)、3)、5)に関して日本はいずれの定義も満たしていないとしている。

本稿は定義2)および5)に関して西(2012)の見解を受容するが、定義3)に関しては見解を異とする。日本の非金融・保険業の配当に関するデータは2000年代に入り、積極的な配当政策がとられるようになったことを示しているからである。まず図1が示すように、2000年代以降非金融・保険業は各産業別において、その配当額を急増させている。

図1: 日本の非金融・保険業の産業別の配当金計(1975年-2010年)

【図1を挿入】

日本の非金融・保険業の企業が積極的な配当政策を取るようにしていることは配当性向のデータからも確認できる。次にあげるのは、金融・保険業を除いた全産業、製造業、非製造業の配当性向のグラフである。

図2: 配当性向(日本の非金融・保険業(全規模産業別)5年平均)

【図2を挿入】

日本企業の配当性向は非金融・保険業において全産業・製造業・非製造業のいずれの産業区分においても明確な上昇傾向にあるといえる。図1(配当総額)と図2(配当性向)から日本の非金融・保険業において企業が特に2000年代以降積極的な配当政策を取るようにしてきたのは明らかである。宮島(2011)や福田(2011)は外国人所有比率の高い企業ほど配当性向や配当率(配当金総額を資本合計で除したもの)が高まることを示しており、定義1)で示した経営目標の変化と同様、所有構造の変化などによる「株主価値志向」の浸透とそれにとまなう企業所有者の配当圧力の増大が、この2000年代以降の積極的配当政策においても重要な要因であることがわかる¹⁰。

また4)に関しては、小池(2009)によれば、日本家計の金融資産の中での株式

¹⁰ 2000年代の日本企業の積極的配当政策に関して、石川(2007)は有配企業の割合、一株当たりの配当水準、増配・復配企業の割合、中間配当実施企業の割合がいずれも増加していることを、石川(2010)は配当政策が増益時には安定配当から業績連動型にシフトしている一方で、減益時にも増配・安定配当を行う企業が増加していることを示している。

への出資比率はバブル期の 1988 年の 11.3%をピークに、その後は低下し、配当が急増した 2000 年代に入っても 5%前後で推移している¹¹。2000 年代の配当急増は外国人投資家に消化されたものが多く、日本家計の株式保有が進展したわけではなかった。またバブル崩壊後の株価の長期低迷からも、日本家計においてはアメリカ家計のような資産効果はなかったことがわかる。日本は金融化の定義 4)を満たさない。

以上より、「株主価値志向」の浸透にともない「株主価値」を満たすために経営目標が徐々に短期化し、資本効率を重視するような経営目標が取られるようになってきていること(定義 1)、また 2000 年代から積極的な配当政策がとられるようになってきている(定義 3)という 2 点において、日本の非金融・保険業の企業は金融化の条件を満たしており、日本はアメリカの様に全面的に金融化している訳ではないが、部分的に金融化していると本稿では考える。

3-4. 日本の部分的金融化が資本蓄積に与える理論的可能性

この日本における「株主価値志向」浸透にともなう部分的な金融化は理論的には、第 2 節でみた企業の経営目標や投資行動の変化に関する理論からは、定義 1)の意味においては、企業の経営目標をめぐる経営者と所有者(株主)の抗争において所有者(株主)の力を強め、一定割合の企業の経営目標を「株主価値」を満たすために長期的成長から短期的な利潤(およびその実現のための資本効率重視の経営)へと移行させることで、また、定義 3)の意味においては株主による配当圧力の増大により、配当を増加させ企業の内部留保ないしキャッシュ・フローを減少させることで、企業の実物投資を減少させる可能性を持つ。仮に配当増加による資産効果で家計消費が大幅に増加したとすれば、加速度効果により逆に投資が増加した可能性もあるが、定義 4)でみたように日本においては 2000 年代の積極的配当時にも家計資産の株式保有比率は低迷し、資産効果は無かったことから、配当増加が投資にプラスの影響を与えたということは現実には考えられない。金融化の理論および日本の金融化の実際からは、日本の部分的金融化は実物投資、ないし資本蓄積にネガティブな影響を及ぼした可能性を指摘することができる。次節ではいよいよこうした理論的可能性が実証的に支持できるものであるのかを投資関数を推計(回帰分析)することで計量的に明らかにする。

¹¹ 小池 (2009)によれば、1990 年代と 2000 年代を通じて日本家計の金融資産の中での株式への出資比率は常に 10%を切っており、バブル期に匹敵する時期はなかった。積極的配当政策が見られた 2000 年代でも、2005 年の 7.8%が最高である。投資信託の比率も 1990 年代、2000 年代を通じて最高が 2007 年の 4.3%と伸び悩んでいる。日本家計が現金預金などの安全資産を選好する傾向は 2000 年代においても変わっていない(2008 年時点で約 60%)。

4. 日本の金融化に関する実証分析

第4節では、第3節で明らかにした日本の金融化の実際をふまえ、金融化が日本の非金融・保険業の実物投資、ないし資本蓄積に与えた影響を確認するため、投資関数の推計による実証分析を行った。投資関数の推計は各々の産業別(全産業、製造業、非製造業)において企業規模別(全規模、大企業、中堅・中小企業)に行っており、企業規模によってこうした金融化の資本蓄積への影響に違いがみられるかについても確認した。投資関数の推計は期間が1975年から2011年までの時系列分析であり、四半期データを用いており、投資関数で使用する全ての変数のデータは『法人企業統計』(財務省)からとった¹²。本節では、4-1節では本稿で用いる投資関数を特定化するとともに、どのような推計の方法をとったかを明らかにし、4-2節では投資関数の各変数のデータと投資関数の回帰分析の推計結果を示し、4-3節で推計結果の解釈を行った。

4-1. 投資関数の特定化と推計の方法

金融化が日本の非金融・保険業の実物投資、ないし資本蓄積に与えた影響を確認するために、本節では被説明変数が資本蓄積率であり、説明変数に金融化の代理変数を含む投資関数について回帰分析を行い、この金融化の代理変数の回帰係数に着目して金融化が資本蓄積に与える影響を論じるという方法を取った。金融化の代理変数の回帰係数が有意に負に推計されれば、金融化が資本蓄積にネガティブな影響を与えているとすることができる。金融化が資本蓄積に与える影響に関する実証分析を行った先行研究も全て同様の方法をとっているが、投資関数の説明変数において何を金融化の代理変数として用いるかは先行研究により異なっており、本稿はこうした先行研究のうち、van Treeck (2008) にならって配当・資本比率を日本の金融化の代理変数とした。van Treeck (2008) は「株主価値志向」の浸透により、第一に株主の配当圧力が増大し、それにともない積極的配当政策がもたらされるようになること、および第二に企業の企業経営をめぐる経営者と所有者(株主)との争いの中で所有者(株主)の力が優勢になり、経営目標が「株主価値」を満たすように長期成長から短期利潤(資本効率)へと変化するという二つの事柄を金融化の最も重要な特徴と認識した上で、配当・資本比率を配当圧力の増大(積極的配当政策)と、経営目標の短期化(資本効

¹² 投資関数で用いた全ての変数について、各変数を『法人企業統計』のデータを用いてどのように加工、導出したのかについては本文の後の付録で【データの出典、加工について】において書いた。

率の重視)の両方を表しているものとして金融化の代理変数としている¹³。第 3 節でみたとおり、この株主の配当圧力の増大(積極的配当政策)と、企業の経営目標の短期化は、日本の金融化の特徴とも合致しており、よって本稿も van Treeck (2008)にならい、配当・資本比率を金融化の代理変数として取り入れた¹⁴。支払利息・資本比率も、その増減が企業のキャッシュ・フローの量に影響を与え、資本蓄積にも影響を与える可能性があるため、投資関数の説明変数に加えた。さらに、投資関数に組み込む実物面の変数としては、利潤率を用いた。利潤率は当期の内部留保とも関連が強く、また企業の期待形成にも影響を与えるという点で、企業と投資への意思決定と深く関わっていると考えられるからである。

本論文では以下の投資関数を用いた。

ACCUMU = F (PROFITRATE, INTEREST, DIVIDEND)

ここで ACCUMU:資本蓄積率, PROFITRATE : 利潤率

INTEREST : 支払利息・資本比率, DIVIDEND : 配当・資本比率
である。

投資関数は以上のように設定したが、単位根検定において投資関数に含まれる変数の多くが非定常過程に従っていることが判明したため、「見せかけの回帰」を防ぐために、説明変数のレベル(一次のラグ)、説明変数の一階の階差(1 次 of ラグ)、被説明変数のラグのいずれをも説明変数にとり入れた ADL モデル(自己回帰分布ラグモデル)による推計を行った¹⁵。ADL モデルによる推計は Hamilton (1994)において、時系列分析で非定常過程にある変数どうしの回帰推計を行う場合において「見せかけの回帰」を防ぐために推奨されている方法の一つであり、Stockhammer (2004)や Kim (2013)などがこの ADL モデルによる推計により、

¹³ van Treeck (2008)はこの様に配当・資本比率が株主の配当圧力のみならず、企業の経営目標の短期化の度合いをも代理すると考えた。van Treeck (2008)によれば、配当・資本比率の上昇は株主の配当圧力の増大を表すと同時に、企業経営が配当支出を増加させるような「株主価値」を満たす方向(経営目標の短期化)へと変化していることをも表す。つまり、配当・資本比率が上昇しているということは、企業経営において経営者に対する所有者(株主)の力が強まり株主に配慮がなされるようになったということの結果であり、こうした企業経営における所有者(株主)の力の強まりが、「株主価値」を満たすための企業経営の短期化(資本効率の重視)をもたらすということである。配当・資本比率は、企業の経営目標をめぐる経営者と所有者(株主)の争いにおける所有者(株主)の側の力の強さをも表す。(企業経営において所有者(株主)の力が強まっているからこそ、経営者は株主に配慮し、配当支出を増大させているのである)。

¹⁴ この様に「株主価値志向」の浸透に注目しながら、配当・資本比率日本の金融化の代理変数としたところが、本稿が日本の金融化の代理変数を企業の金融的収益や金融的支出とした西 (2012)と異なる点である。西 (2012)は、Orhangazi (2008a,b)の、金融化において企業が短期利潤形成のために金融投資を増加させ金融取引が増加し、この金融取引の増加による企業の金融的収益や金融的支出の増加が資本蓄積に影響を与えるという理論を日本経済に当てはめている。しかし第 3 節で示したように日本の金融化の側面は金融投資の増加ではなく「株主価値志向」の浸透においてこそみられるので、本稿のように配当・資本比率を日本の金融化の代理変数として用いることで、「株主価値志向」の浸透という別の視点からの日本の金融化に関する実証分析が可能となる。

¹⁵ Dickey and Fuller の単位根検定を行った結果、5%水準で I(0)(定常)であると判明したのは非製造業大企業の資本蓄積率と全産業全規模、全産業大企業、製造業全規模の利潤率であり、残りの変数はみな I(1)(非定常)であった。

同様の時系列分析で非定常な変数どうしの推計から有意な結果を導きだしている。本論文でもこの ADL モデルによる推計を行った。説明変数についてラグをとっているのは因果関係を明確化するためであり、Kim (2013)にならい、多重共線性の問題を防ぐために、ADL モデルに含める説明変数のラグの次数はレベル、一階の階差とともに 1 次のみ限定(2 次以上のラグは含めない)した。また説明変数に入れる被説明変数のラグの次数については、系列相関に関する Godfrey-Breusch 検定を行った結果、基本的に被説明変数の 2 次のラグを取るときに Godfrey-Breusch 検定において系列相関が緩和される(系列相関が無いと判断されるか、系列相関が除去されなくとも他のラグの次数よりも系列相関が深刻ではない)ということがわかったので、基本的には説明変数に入れる被説明変数のラグの次数を 2 とした¹⁶。

したがって、基本となる推計モデルは

$$\begin{aligned} \text{ACCUMU}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{ACCUMU}_{t-1} + \beta_2 \text{ACCUMU}_{t-2} + \beta_3 \text{PROFITRATE}_{t-1} \\ & + \beta_4 \text{PROFITRATE}_{t-1} + \beta_5 \text{INTEREST}_{t-1} + \beta_6 \text{INTEREST}_{t-1} \\ & + \beta_7 \text{DIVIDEND}_{t-1} + \beta_8 \text{DIVIDEND}_{t-1} \end{aligned} \quad \text{である。}$$

(β は一階の階差を表す)。

藪谷 (2003)によれば、この ADL モデルにおいては、推計式のうち説明変数のレベルの回帰係数が時系列分析における長期の安定的な関係を示すパラメータであり、後に投資関数の推計結果を解釈する際にはこの説明変数のレベルの回帰係数に着目して解釈を行う。説明変数の一回の階差の回帰係数は、長期的な関係を示すパラメータではないので、推計結果の解釈の際には重視しない。

4-2. 投資関数の各変数のデータおよび推計結果

次に、投資関数で用いた各変数の推計期間内の時系列データと、投資関数の推計結果を産業別に示す。

4-2-1. 全産業規模別のデータと推計結果

日本の非金融・保険業を除く全産業について、各変数の規模別の時系列データは次のとおりである。

¹⁶ ただし例外はあり、製造業大企業および製造業中堅・中小企業においては説明変数に入れる被説明変数のラグを 2 ではなく 3 にしたが、これはラグが 3 のときの方が、ラグが 2 のときよりも Godfrey-Breusch 検定により系列相関が緩和することが確認されたからである。なお、本稿で行っている Godfrey-Breusch 検定のラグは全て 2 である。

【図 3 - 6 を挿入】

全産業においては、資本蓄積率は各規模で推計期間内に低下傾向を示しており、特に 1990 年代前半の大幅な低下以降は、1980 年代までの水準を回復できないまま停滞していることがわかる。

全産業規模別での推計結果は以下のとおりである。

【表 1 を挿入】

投資関数の推計結果からは、利潤率がレベルにおいて全規模、大企業、中堅・中小企業のいずれの規模区分においても 10%水準で有意に正に推計されており、各規模で資本蓄積の決定要因の一つになっているのに対し、支払利息・資本比率はいずれの規模区分においてもレベルで有意に推計されておらず、いずれの規模でも資本蓄積に特に影響を与えていないことがわかる。配当・資本比率は全規模および大企業においては 5%水準でレベルで有意に負に推計されているのに対し、中堅・中小企業ではレベルで有意に推計されていない。データは全規模と大企業で配当・資本比率が 2000 年代以降大幅に上昇していることを示しており、全規模と大企業では 2000 年代以降配当・資本比率が資本蓄積にネガティブな影響を与えているということがわかる。

4-2-2. 製造業規模別のデータと推計結果

日本の製造業については、各変数の時系列データは規模別で次のようになっている。

【図 7 - 10 を挿入】

製造業においても、各規模で推計期間内での資本蓄積率の低下傾向を指摘することができ、やはり 1990 年代前半に大きく低下して以降、1980 年代以前の水準を回復できず停滞したままである。

製造業規模別での推計結果は以下のとおりである。

【表 2 を挿入】

投資関数の推計結果から、利潤率はやはりレベルにおいて全ての規模区分で1%水準で正に有意に推計されており資本蓄積の決定要因の一つであるとみなせる。支払利息・資本比率は、大企業のみレベルで1%水準で有意に負に推計されており、データが示す製造業大企業の支払利息・資本比率の推計期間内での傾向的な低下は資本蓄積にプラスの影響を与えていたといえる。配当・資本比率はレベルで、全規模、中堅・中小企業では有意に推計されていないのに対し、大企業では1%水準で有意に負に推計されている。データからは製造業大企業においても2000年代以降配当・資本比率が急増しており、資本蓄積にネガティブな影響を与えていることがわかる。

4-2-3. 非製造業規模別のデータと推計結果

非製造業における各変数の規模別の時系列データは以下のとおりである。

【図 11 - 14 を挿入】

非製造業も全産業、製造業と同様に、資本蓄積率は推計期間内で低下傾向にあり、1990年代以降はトレンドとしては、1980年代以前よりも低い水準で推移している。

非製造業規模別の推計結果を示す。

【表 3 を挿入】

投資関数の推計結果は、非製造業において、利潤率はレベルにおいて全規模では5%水準、大企業では1%水準で正に有意に推計されており、依然として資本蓄積の決定要因の一つになっているのに対し、中堅・中小企業では有意に推計されておらず資本蓄積に影響を与えていないことを示している。支払利息・資本比率はいずれの規模においても有意には推計されておらず、資本蓄積の決定要因とはなっていない。配当・資本比率はレベルにおいて全規模で5%、大企業では1%で有意に負に推計されている一方、中堅・中小企業ではレベルでは有意に推計されていない。データが示す2000年代以降の非製造業の全規模・大企業の配当・資本比率の大幅な上昇もまた、資本蓄積にネガティブな影響を与えていることがわかる。

4-3. 推計結果から判断される日本における金融化の資本蓄積への影響

これまでの産業別・規模別の推計結果から、日本の非金融・保険業における金融化の資本蓄積への影響について次のように言える。まず、金融化の代理変数である配当・資本比率がレベルにおいて5%水準で有意にマイナスに推計されているのは全産業全規模、非製造業全規模、全産業大企業、製造業大企業、非製造業大企業の五つのカテゴリーにおいてである。これ以外のカテゴリーでは10%水準でも有意に推計されていない。注目すべきは配当・資本比率の推計結果が企業規模により全く異なることであり、大企業では全ての産業区分で5%水準で有意にマイナスに推計されているのに対し、中堅・中小企業ではいずれの産業区分でも全く有意に推計されていない¹⁷。つまり配当・資本比率が代理する、日本の金融化の特徴である「株主価値志向」の浸透による経営目標の短期化(資本効率の重視)および積極的配当政策が資本蓄積に対してネガティブな影響を与えたのはもっぱら大企業においてであり、中堅・中小企業ではこうした影響は確認できないということである。Stockhammer (2004)は特に「株主価値志向」の浸透にともなう経営目標の変化(短期化)という金融化の重要な側面はもっぱら大企業に限定されるものであり、中堅・中小企業にはあてはまらないということを指摘しているが、本稿で得られた「株主価値志向」の資本蓄積への影響が大企業に限定されるという実証結果は、このStockhammer (2004)の理論的指摘と整合的である。

さらに、「株主価値志向」の高まりが資本蓄積にネガティブな影響を与えた時期については次のように言える。配当・資本比率が有意に負に推計された全産業全規模、非製造業全規模、全ての産業区分(全産業・製造業・非製造業)の大企業において、配当・資本比率が2000年代前半に急激な上昇を示していることから、「株主価値志向」の高まりがこの2000年代前半にこれら五つのカテゴリー全てで資本蓄積にネガティブな影響を与えたことを指摘できる。また全産業全規模、全産業大企業、製造業大企業において配当・資本比率が2005年以降一旦下降したものの、その後2009年から再び上昇傾向にあり、非製造業全規模、非製造業大企業では配当・資本比率が2005年以降も緩やかに上昇傾向にあることから「株主価値志向」の高まりによる資本蓄積へのネガティブな影響は2000年代前半においてのみ見られる一過性のものではなく、2000年代後半においても

¹⁷ 大企業に関しては、全産業大企業のみ Godfrey-Breusch 検定から系列相関が生じている可能性を否定できない。Stockhammer (2004)のように同様の ADL モデルの推計において、Godfrey-Breusch 検定で系列相関の存在を否定できない場合でも、得られた結果を信頼性のあるものとして扱っている場合もあるが、仮に系列相関を深刻に受けとめ、全産業大企業の推計結果を信頼性の無いものと断定したとしても、依然として製造業大企業および非製造業大企業の推定結果は頑健である(Godfrey-Breusch 検定から系列相関なしと判断できる)から、大企業を中心に配当・資本比率に代理される「株主価値志向」の浸透が資本蓄積にネガティブな影響を与えているという推定することは有効である。なお、他に配当・資本比率が有意に推計された全産業全規模、非製造業全規模も推計結果は頑健である(Godfrey-Breusch 検定から系列相関なしと判断できる)。

一定程度見られるものであることがわかる。2000年代以降においては、利潤率のような実物面の要因のみならず、配当・資本比率に代理される積極的配当政策や経営目標の短期化(資本効率の重視)といった「株主価値志向」の浸透を通じた部分的な金融化がもたらした要因もまた、大企業を中心として日本の非金融・保険業の資本蓄積の停滞の原因となっているのである。

5. 結論

本稿では日本の非金融・保険業に関して金融化が資本蓄積に与えた影響を実証分析するため、金融化の理論と日本の金融化の実際をふまえた上で投資関数の推計を行い、金融化の資本蓄積への影響を計量的に確認した。2000年代以降の日本企業では所有構造の変化などから企業統治において「株主価値志向」の浸透が進み、積極的配当政策がとられるようになり配当が急増するとともに、企業経営においても経営者に対する所有者(株主)の力が強まり、経営目標の変化(長期成長から短期の利潤、資本効率へ)がもたらされた。このことを踏まえ本稿では計量分析において、この2000年代以降の積極的配当政策および短期の利潤、資本効率重視の経営目標への変化という二つの日本の金融化の特徴を、2000年代以降の配当・資本比率の急増により代理させ、この配当・資本比率を金融化の代理変数として説明変数に組みこんだ投資関数を推計し、産業別・規模別に推計結果を導出した。結果は配当・資本比率は全規模では全産業・非製造業で、規模別では全ての産業カテゴリーで大企業において有意に負に推計されており、理論から示唆されたとおり「株主価値志向」の浸透にともなう経営目標の変化や積極的配当政策による配当の増大は、日本の非金融・保険業の資本蓄積に大企業を中心にネガティブな影響を与えているというものであった。

日本においては1990年代初頭のバブル崩壊後、企業統治をめぐる「株主価値志向」に沿った企業経営がなされるべきであるかを巡って様々な議論がなされてきた。「株主価値志向」に基づく経営を支持する論者はしばしば、「株主価値」に基づく企業経営は企業における所有者(株主)の経営者への規律づけを可能とし、企業経営におけるエージェンシー問題(所有と経営の分離から生じる所有者(株主)と経営者の利害相反)を緩和し、より効率的な経営をもたらすと主張している。本稿の実証結果は、こうした「株主価値志向」に基づく企業経営が、企業の経営目標の短期化ないし配当増大を通じて、企業の資本蓄積を低下させているということを示唆している。

【参考文献】

- 青木英孝・宮島英昭(2011)「多角化・グローバル化・グループ化の進展と事業織のガバナンス」宮島英昭編『日本の企業統治 - その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 245-288 頁。
- 池上恭子 (2005)「市場の規律とコーポレート・ガバナンス」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会, 67-84 頁。
- 石川博行 (2007)『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 石川博行 (2010)『株価が動かす配当政策 - コラボレーション効果の実証分析』中央経済社。
- 宇仁宏幸・磯谷明德・植村博恭・山田鋭夫(2011)『金融危機のレギュレーション理論 - 日本経済の課題』昭和堂。
- 小池拓自 (2009)「家計の保有するリスク資産 - 「貯蓄から投資へ」再考」『レファレンス』704号, pp.59-78。
- 岡部光明 (2002)『株式持合と日本型経済システム』慶応義塾大学出版会。
- 杉浦秀徳・川北英隆・砂川信幸(2008)『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社。
- ロナルド・ドーア (2002)『日本型資本主義と市場主義の衝突 - 日独対アングロサクソン』東洋経済新報社。
- 西洋 (2012)「金融化と日本経済の資本蓄積パターンの決定要因 - 産業レベルに着目した実証分析」『季刊経済理論』第 49 巻, 第 3 号, 52-67 頁。
- 福田順 (2011)『コーポレート・ガバナンスの進化と日本経済』京都大学学術出版会。
- 藤田真哉 (2010)「「金融化」時代における所得分配と金融脆弱性: カレツキアン・アプローチ」『経済論叢(京都大学)』第 184 巻, 第 2 号, 23-36 頁。
- 蓑谷千凰彦 (2003)『計量経済学』多賀出版。
- 宮島英昭(2011)「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか」宮島英昭編『日本の企業統治 - その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 1-70 頁。
- 宮島英昭・新田敬祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結」宮島英昭編『日本の企業統治 - その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 105-149 頁。
- 三和裕美子 (1999)『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス - アメリカにおける史的展開』日本評論社。
- 吉村典久 (2007)『日本の企業統治 - 神話と実態』NTT 出版。
- 渡部恒彦 (2005)「機関投資家の投資行動とアメリカ経済の持続可能性」丑山優・熊谷重勝・小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会, 169-190 頁。
- Ahmadjian, C. and Robinson, G.(2005) “A Crash of Capitalisms: Foreign Ownership and Restructuring in 1990’s Japan,” *American Sociological Review*, Vol.70, No.3, pp.451-471.

- Boyer, R.(2000) “ Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism?: A Preliminary Analysis, ” *Economic and Society* ,Vol.29, No.1, pp.111-145.
- Crotty, J.(1990) “ Owner-manager Conflict and Financial Theory of Investment Stability:A Critical Assessment of Keynes, Tobin and Minsky,” *Journal of Post Keynesian Economics*, ” Vol.12, No.4, pp.519-542.
- Dallery, T. (2009) “ Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization, ” *Review of Radical Political Economics*, Vol.41, No.4, pp.492-515.
- Dutt, A. (2006) “ *Maturity, Stagnation, and Consumer Debt: A Steindlian Approach*”, *Metroeconomica*, Vol.57, No.3, pp:339-364.
- Epstein, G.,[ed.],(2005) *Financialization and the World Economy*, Northampton, MA, Edward Elgar.
- Hamilton, J. (1994) *Time Series Analysis*, Princeton University Press.
- Hein,E. and Schoder,C.(2011) “ Interest Rates, Distribution and Capital Accumulation - A Post-Kaleckian Perspective on the US and Germany,” *International Review of Applied Economics*, Vol.25, No.6, pp.693-723.
- Hein, E. and van Treeck, T.(2010) “Financialization and Rising Shareholder Power in Kaleckian/Post Kaleckian Models of Distribution and Growth”, *Review of Political Economy*, vol.22, No.2, pp.205-233.
- Hein, E.(2011) “Financialization, Distribution and Growth”, in Hein, E and Stockhammer, E.[eds.], *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Kim, Y. (2013) “Household Debt, Financialization, and Macroeconomic Performance in the United States, 1951-2009”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.35, No.4, pp.675-694.
- Krippner, G. (2005) “The Financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review*, vol.2, No3, pp.173-208.
- Lazonick, W. and O’Sullivan, M. (2000) “Maximizing Shareholder-value: a New Ideology for Corporate Governance”, *Economic and Society*, Vol.29, No.1, pp.13-35.
- Orhangazi, Ö.(2008a) “Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.32, No.6, pp.863-886
- Orhangazi, Ö.(2008b) *Financialization and the US economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Onaran, Ö., Stockhammer, E. and Grafl, L.(2011) “Financialization, Income Distribution and Aggregate Demand in the USA”, *Cambridge Journal of Economics* , Vol.35, No.4, pp.637-661.

- Palley, T. (1994) "Debt, Aggregate Demand, and the Business Cycle: an Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.16, No.3, pp371-390.
- Skott, P. and Ryoo, S. (2008) "Macroeconomic Implications of Financialization", *Cambridge Journal of Economics*, vol.32, No.6, pp.827-862.
- Stockhammer,E.(2004) "Financialization and the Slowdown of Accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.28, No.5, pp.719-741.
- Stockhammer,E.(2006) "Shareholder Value Orientation and the Investment-Profit Puzzle", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.28, No.2, pp.193-215.
- Stockhammer, E.(2008) "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime", *Competition and Change*, Vol.12. No.2, pp.184-202.
- Stockhammer, E. (2010) "Financialization and the Global Economy," Institute for International Political Economy Working Paper, No.240.
- van Treeck, T. (2008) "Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-led Economies: An ARDL-based Approach", *Metroeconomica*, Vol.59, No.3, pp371-404.

「付録」

【データの出典、加工について】

本稿におけるデータは全て『法人企業統計』（財務省総合政策研究所）をもとに作成した。各変数の加工方法は以下のとおりである。（「」内は『法人企業統計』における項目。特に断りが無い場合は全て四半期データを使用している）。

[投資関数の各変数の定義]

資本蓄積率：投資を資本ストックで除したもの

利潤率：利潤を資本ストックで除したもの

支払利息・資本比率：支払利息を資本ストックで除したもの

配当・資本比率：配当を資本ストックで除したもの

[資本ストック、投資、利潤、支払利息、配当の『法人企業統計』からの加工方法]

資本ストック：「その他の有形固定資産(当期末固定資産)」と「建設仮勘定(当期末固定資産)」と「無形固定資産(当期末固定資産)」の和（期首・期末平均）

投資：当期の資本ストックの変化分と「減価償却費合計(当期末償却固定資産)」の和

利潤：「営業利益(当期末)」と「減価償却費合計(当期末償却固定資産)」の和

支払利息：「支払利息(当期末)」と「その他の営業外費用(当期末)」の和

配当：『法人企業統計』に四半期ごとの配当データが無く、年次データの「配当金計(当期末)」のみしかなかったため、次のようにして配当の四半期データを導出した。まず各年次の「配当金計(当期末)」を単純に4で割り、この値を単純に各年次の四半期に均等に割り振った後に、Eviews6 で季節調整を行い、こうして導出された値を四半期の配当とした。

なお投資関数の推計で用いた産業区分については、各々の産業区分は、『法人企業統計』の「業種(金融業・保険業以外の業種)」において、全産業は「全産業(除く金融保険業)」に、製造業は「製造業」に、非製造業は「非製造業」にそのまま対応している。規模区分については、各々の企業規模区分は『法人企業統計』の「規模(金融・保険業以外の業種)」における資本金の区分において、全規模は「全規模」、大企業は「10億円以上」、中堅・中小企業は「1億円以上10億円未満」と「1千万以上 1億円未満」の和に対応している。

【図表一覧】

[表 1]推計結果(全産業規模別)

(推計期間は各規模とも 1975Q1 2011Q4)

	全規模	大企業	中堅・中小企業
Constant.	0.002 (0.554)	0.002 (0.442)	0.003 (0.470)
ACCUMU(-1)	0.530*** (6.205)	0.700*** (7.891)	0.380*** (4.579)
ACCUMU(-2)	- 0.119 (- 1.472)	- 0.146* (- 1.776)	- 0.176** (- 2.187)
PROFITRATE(-1)	0.321*** (3.011)	0.286*** (2.817)	0.265* (1.782)
Δ PROFITRATE(-1)	0.008 (0.039)	0.109 (0.615)	- 0.330 (- 1.145)
INTEREST(-1)	0.085 (0.864)	0.034 (0.459)	0.243 (1.425)
Δ INTEREST(-1)	- 0.234 (- 0.431)	0.391 (0.995)	- 0.761 (- 0.970)
DIVIDEND(-1)	- 0.875** (- 2.243)	- 0.637** (- 2.217)	- 0.499 (- 0.549)
Δ DIVIDEND(-1)	- 4.416** (- 2.339)	- 2.159** (- 2.064)	- 5.790** (- 2.183)
Adjusted R-squared	0.627	0.625	0.474
GB Obs. R-squared	1.118	6.900**	5.202*

(推計方法は OLS(最小 2 乗法)であり、推計には Eviews6 を用いた。回帰係数の下の括弧内は t 値である。Adjusted R-squared は自由度修正済決定係数、GB Obs. R-squared は系列相関に関する Godfrey-Breusch 検定の決定係数である。

***は 1%、**は 5%、*は 10%で有意であることを示す。)

[表 2]推計結果(製造業規模別)

(推計結果は各規模とも 1975Q1 2011Q4)

	全規模	大企業	中堅・中小企業
Constant.	0.000 (0.276)	- 0.008*** (- 3.816)	0.004 (0.854)
ACCUMU(-1)	0.639*** (7.525)	0.650*** (8.359)	0.580*** (6.643)
ACCUMU(-2)	0.023 (0.292)	- 0.101 (- 1.047)	- 0.225** (- 2.196)
ACCUMU(-3)		0.308*** (4.050)	- 0.095 (- 1.064)
PROFITRATE(-1)	0.149*** (3.654)	0.212*** (8.569)	0.238*** (2.856)
△PROFITRATE(-1)	- 0.040 (- 0.536)	0.006 (0.167)	0.050 (0.329)
INTEREST(-1)	0.019 (0.086)	- 0.095*** (- 2.971)	0.178 (1.572)
△INTEREST(-1)	0.008 (0.037)	- 0.108 (- 1.084)	0.284 (0.457)
DIVIDEND(-1)	- 0.039 (- 0.248)	- 0.194*** (- 2.701)	- 0.131 (- 0.240)
△DIVIDEND(-1)	- 0.177 (- 0.306)	- 0.103 (- 0.471)	- 2.180 (- 1.380)
Adjusted R-squared	0.722	0.889	0.535
GB Obs. R-squared	10.285***	2.930	7.844**

(推計方法は OLS(最小 2 乗法)であり、推計には Eviews6 を用いた。回帰係数の下の括弧内は t 値である。Adjusted R-squared は自由度修正済決定係数、GB Obs. R-squared は系列相関に関する Godfrey-Breusch 検定の決定係数である。

***は 1%、**は 5%、*は 10%で有意であることを示す。)

[表 3]推計結果(非製造業規模別)

(推計結果は各規模とも 1975Q1 2011Q4)

	全規模	大企業	中堅・中小企業
Constant.	- 0.002 (- 0.249)	- 0.009 (- 0.875)	0.000 (- 0.040)
ACCUMU(-1)	0.488*** (5.849)	0.562*** (6.534)	0.391*** (4.749)
ACCUMU(-2)	- 0.180** (- 2.233)	- 0.182** (- 2.267)	- 0.168** (- 2.085)
PROFITRATE(-1)	0.520** (2.560)	0.727*** (2.727)	0.310 (1.339)
△PROFITRATE(-1)	0.418 (1.223)	1.198*** (3.526)	- 0.250 (- 0.725)
INTEREST(-1)	0.109 (0.776)	0.075 (0.627)	0.223 (1.013)
△INTEREST(-1)	- 0.132 (- 0.187)	0.625 (0.953)	- 1.298 (- 1.476)
DIVIDEND(-1)	- 1.725** (- 2.578)	- 2.056*** (- 3.011)	- 0.413 (- 0.336)
△DIVIDEND(-1)	- 10.539*** (- 3.526)	- 7.949*** (- 2.633)	- 6.820** (- 2.361)
Adjusted R-squared	0.543	0.532	0.402
GB Obs. R-squared	2.667	2.056	3.912

(推計方法は OLS(最小 2 乗法)であり、推計には Eviews6 を用いた。回帰係数の下の括弧内は t 値である。Adjusted R-squared は自由度修正済決定係数、GB Obs. R-squared は系列相関に関する Godfrey-Breusch 検定の決定係数である。

***は 1%、**は 5%、*は 10%で有意であることを示す。)

図 1： 図 1: 日本の非金融・保険業の産業別の配当金計(1975年-2010年)

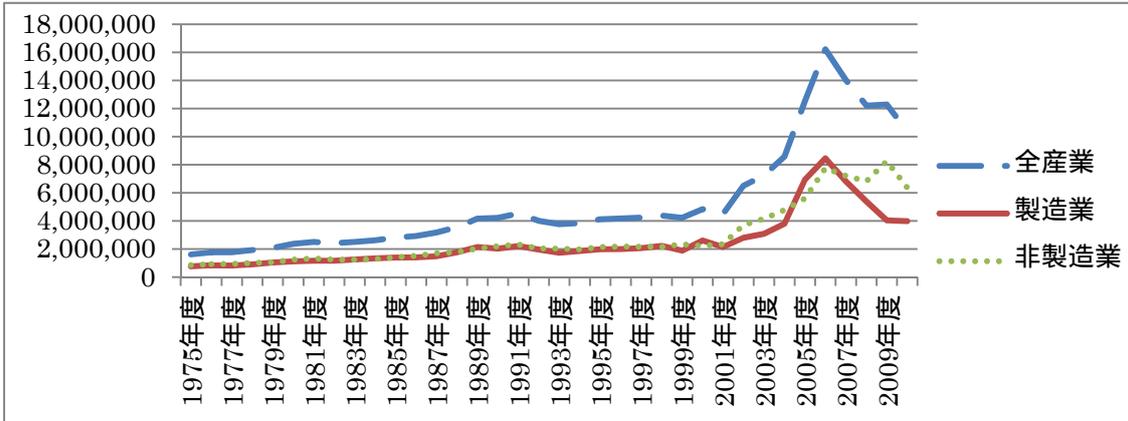


図 2： 配当性向(日本の非金融・保険業(全規模産業別) 5年平均)

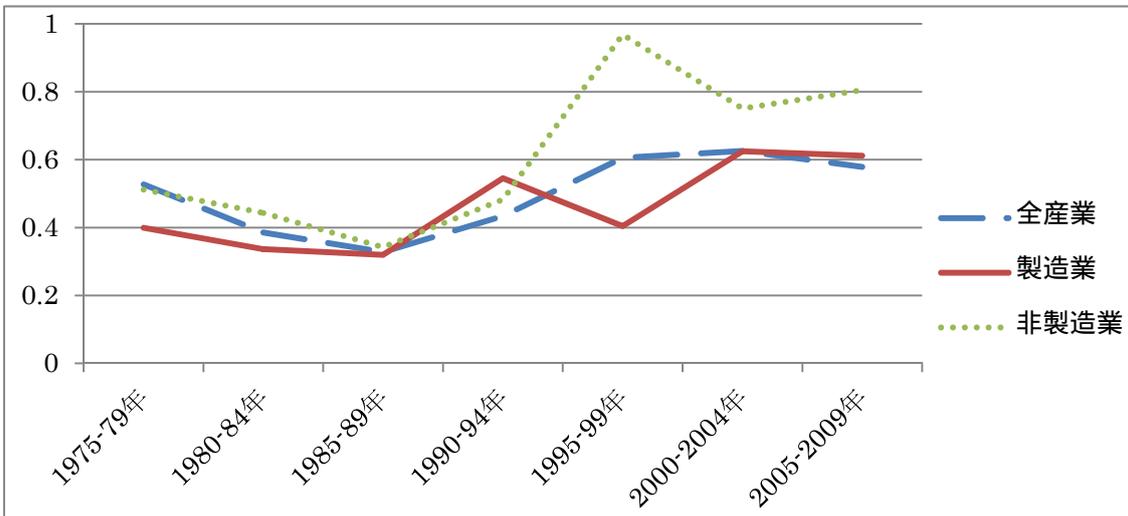


図 3： 資本蓄積率(全産業規模別)

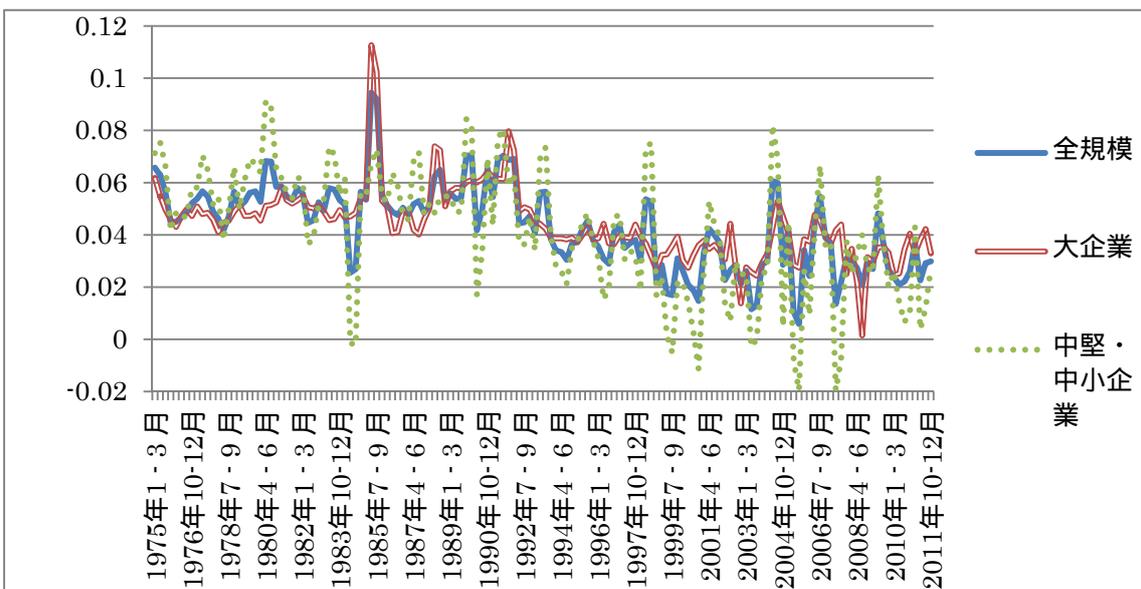


図 4：利潤率(全産業規模別)

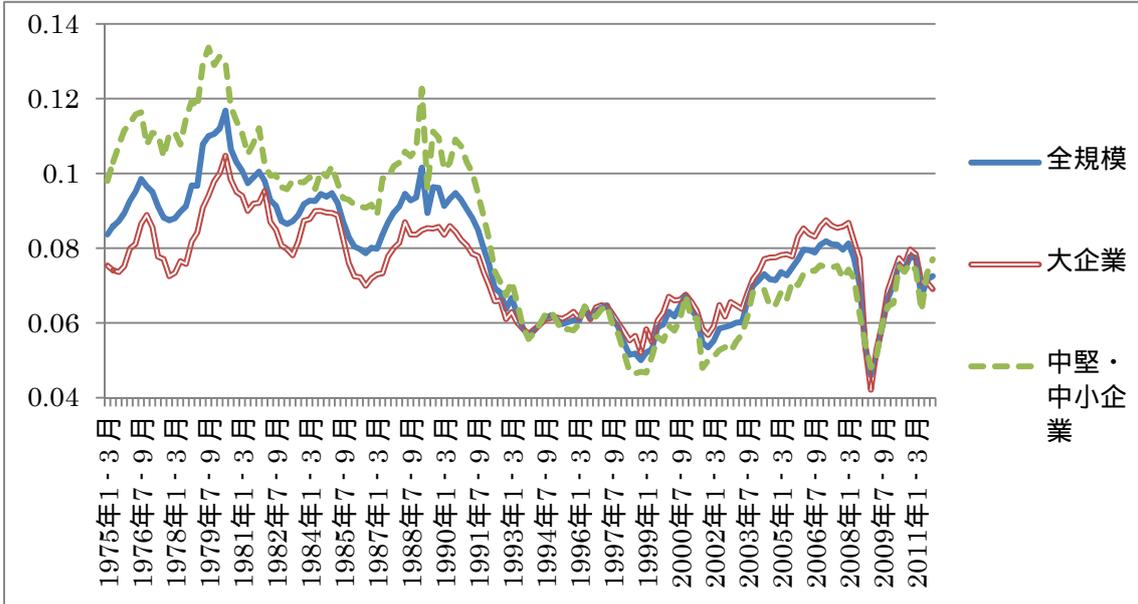


図 5：支払利息・資本比率(全産業規模別)

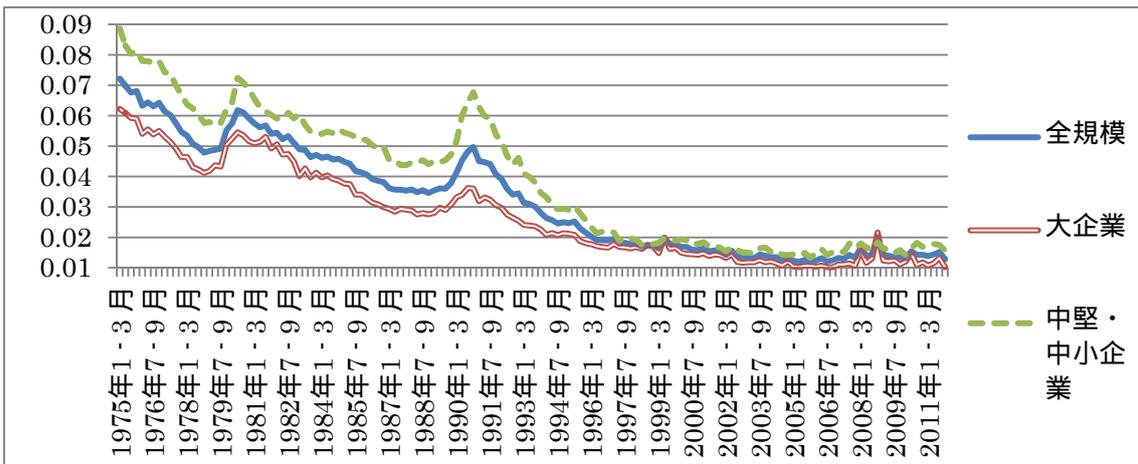


図 6：配当・資本比率(全産業規模別)

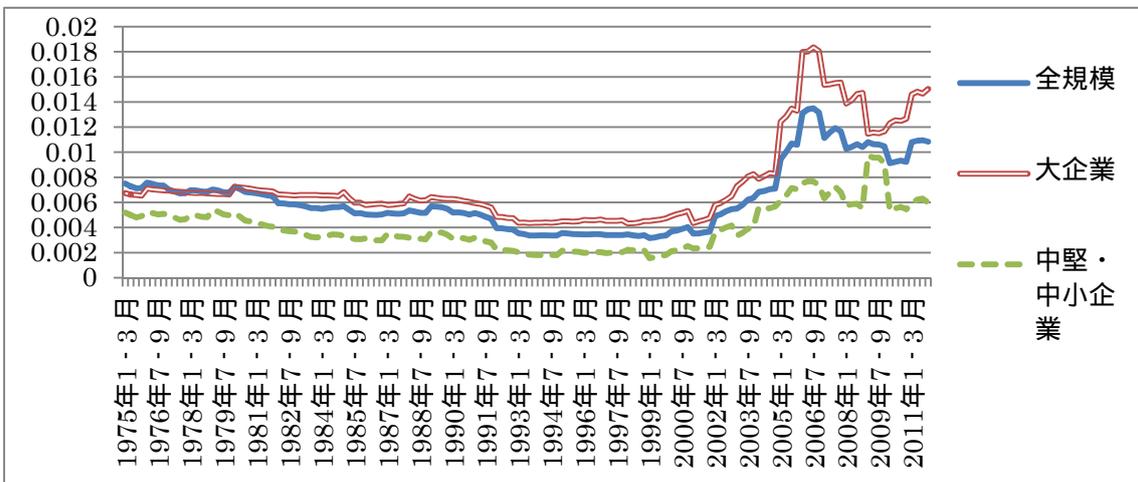


圖 7：資本蓄積率(製造業規模別)

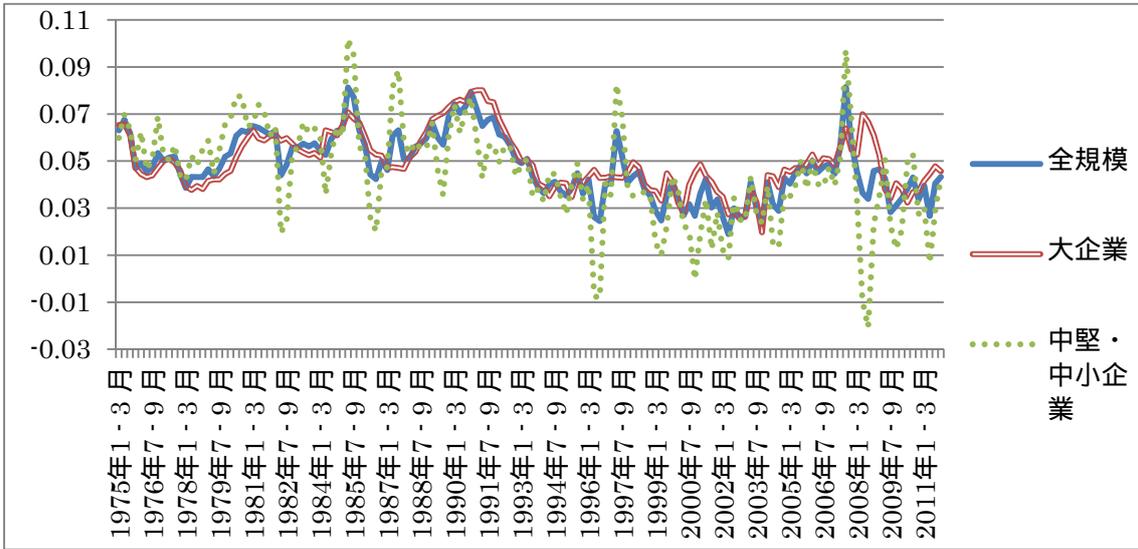


圖 8：利潤率(製造業規模別)

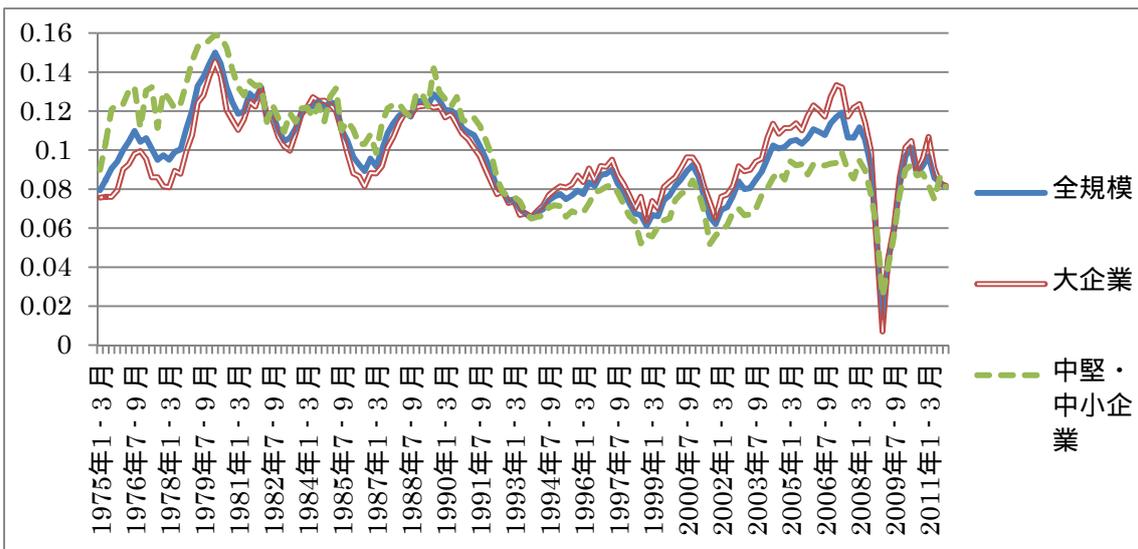


圖 9：支払利息・資本比率(製造業規模別)

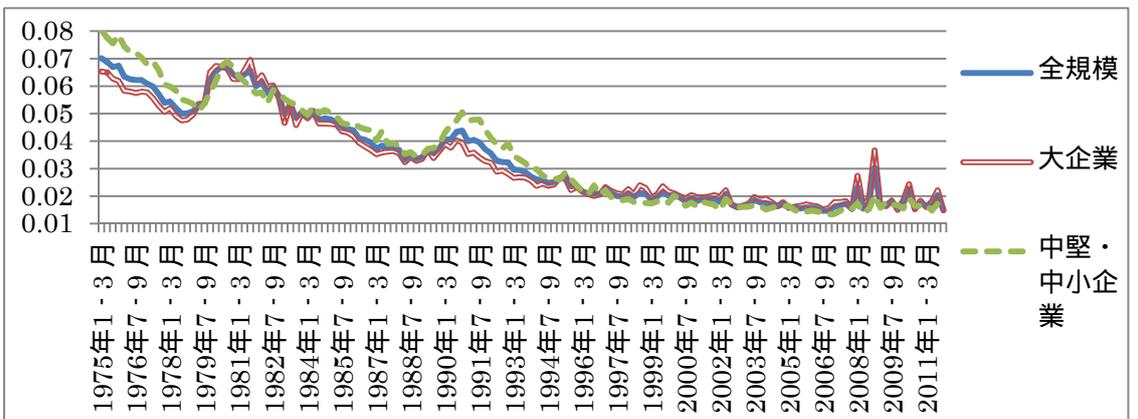


图 10：配当・資本比率(製造業規模別)

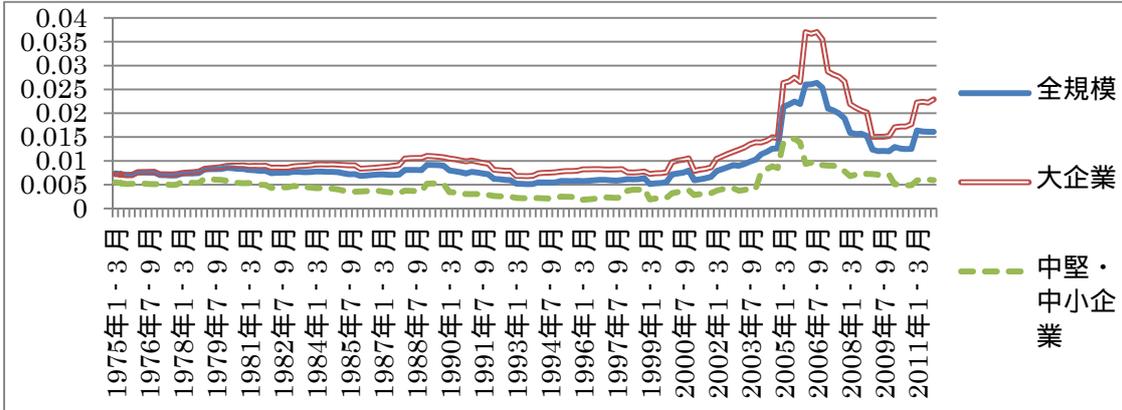


图 11：資本蓄積率(非製造業規模別)

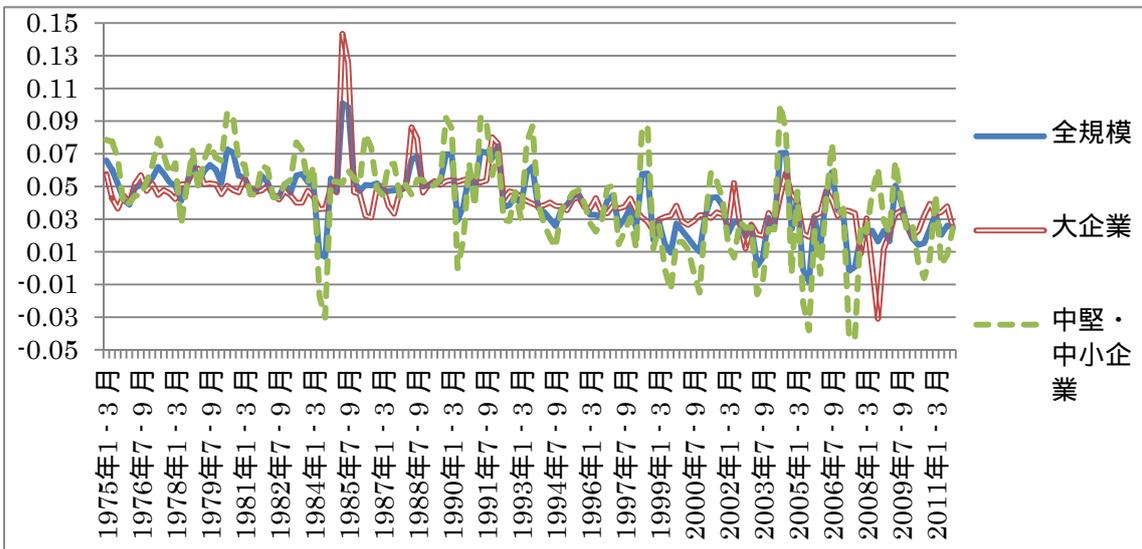


图 12：利潤率(非製造業規模別)

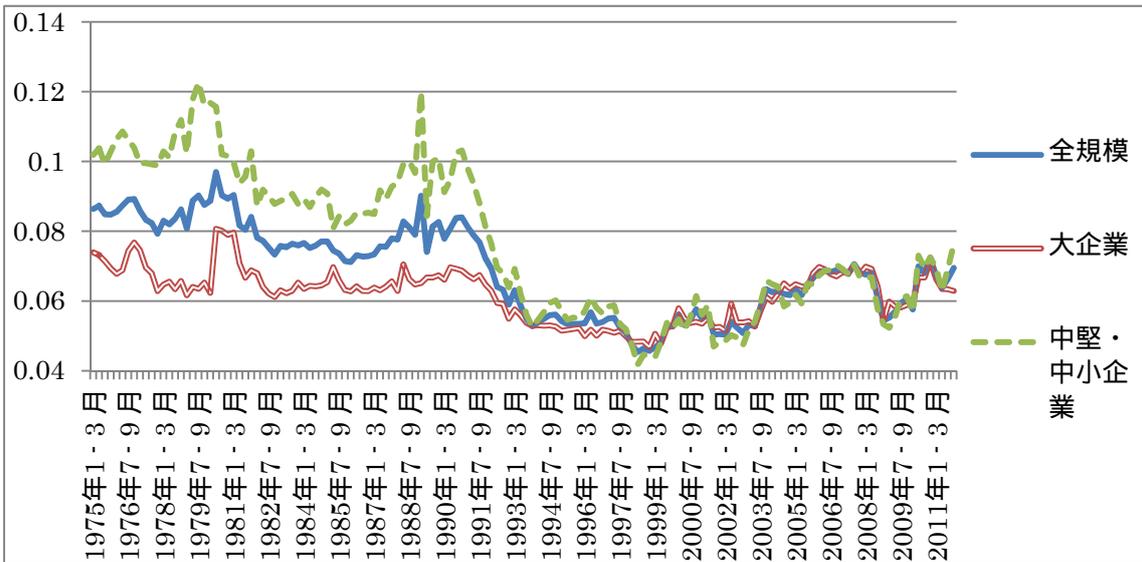


図 13：支払利息・資本比率(非製造業規模別)

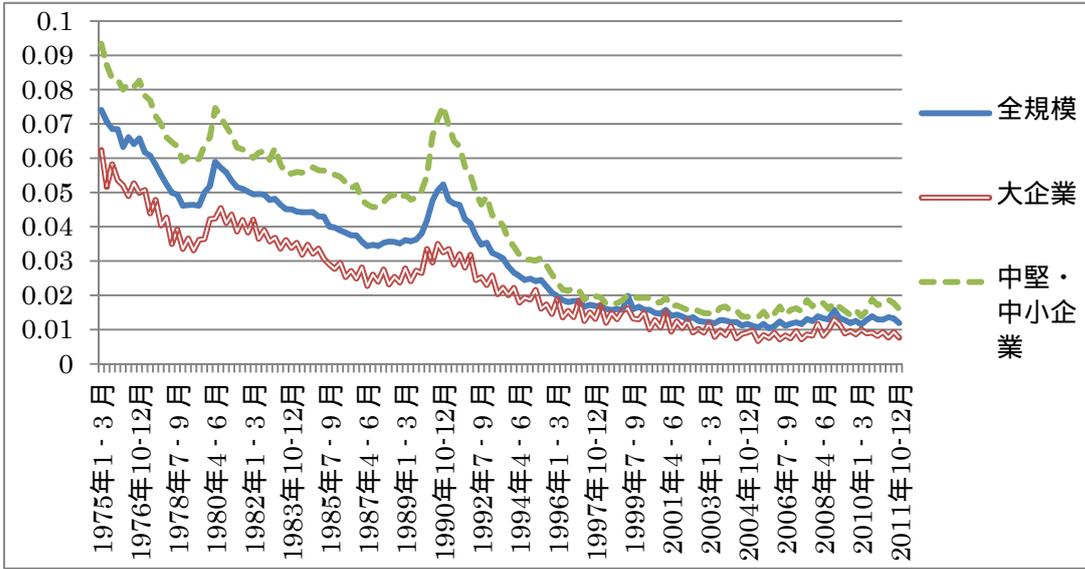


図 14：配当・資本比率(非製造業規模別)

