

# 「リフレもケインズも限界、株式市場に個人資金を」村瀬・学習院大教授に聞く

日経QUICKニュース (NQN) 編集委員 永井洋一

2015/3/26付 | 日本経済新聞 電子版

アベノミクスの第一の矢である日銀の量的・質的金融緩和開始からまもなく2年となるが、日銀が掲げたインフレ目標の達成は大幅な後ズレが見込まれている。第二の矢の公共投資拡大は、建設労働力不足という日本経済の新たな弱点を浮き彫りにした。そんな中、第三の矢として注目されているのが、企業と投資家という資本市場を支えるプレーヤーの一体改革だ。「コーポレートガバナンス（企業統治）改革は日本経済再生の切り札。株式市場へ持続的に資金を呼び込むことが日本復活につながる」と主張する学習院大学の村瀬英彰教授に、独自のマクロ経済理論を聞いた。

——企業統治改革をマクロ経済政策に取り込むことで、日本経済は復活すると長く主張されてきました。

「不況に際して経済学の処方せんは、資金の供給が大事と考えるリフレ（通貨再膨張）派、財の需要刺激を主張するケインズ派、規制緩和で財の供給側を直すことが先決とする新古典派に分かれる。だが、それだけで解決しないことは、バブル崩壊後25年の日本の歴史が証明している」

「日本に欠けていたのは、資金の需要サイド、すなわち企業統治と資産運用の改革だ。リフレ派やケインズ派的アプローチだけでは限界がある。この4つ目の改革が欠けていると、他をいくらいじっても、効果が弱かったり、場合によっては、バブルといった副作用が大きくなったりする」

——政府主導で企業の「稼ぐ力」を高めようという機運が高まっています。

「大切なのは、それを日本経済全体の再生につなげてゆくという点だ。企業の収益力が高まれば、国民が株式投資などリスクをとるようになる。いまの日本に一番必要なことだ。リスクとリターン（もうけ）は表裏一体なので、リターンが増えれば、預貯金に偏った家計の資産構成も変わるはずだ」

「今度の改革で、これまでばらばらだった資金の需要側である企業の問題点と出し手である投資家の問題点が同時に議論されるようになった。これは画期的なことだ」

——これまでの日本はお金が有効に働いてこなかったと。

「（中央銀行が金融緩和で）貨幣をいくら供給しても、企業の生産性が上がらなければ、貨幣がため込まれるだけだったり、不動産や美術品など生産性とはあまり関係のないところに流れたりして、バブル



学習院大学の村瀬英彰教授

が生まれる。企業の収益力が上がらないと、貨幣が政府部門にどんどん流れていってしまうこともある。その結果、超低金利になり、国債バブルが生まれる」

「あまり指摘されないが、国民が国債ばかりに投資していると、そのことで貯蓄が減ることが心配だ。国債の購入代金は政府に入り、政府はそのお金を社会保障や年金を通じて国民に再分配する。再分配を受けた人は、その多くを消費に支出するので、結局、貯蓄は消費で相殺されることになる。国民の貯蓄率低下が問題視されているが、むしろ貯蓄の中身を問えといたい」

——新技術や新製品があまり時間を置かずに陳腐化するような時代となりました。果たして、企業に成長のフロンティア（新天地）は残されているのでしょうか。

「いっぱいあると思う。確かに、古くなった技術への投資とか、価格競争を誘発する投資は、経済全体でみれば過剰投資との批判を免れない。だが投資はなにも製造設備に限らない。技術や人材の開発だってある。そういうところに目を向ければ、成長のフロンティアは切り開かれる」

——お金を巡る改革は、結局、お金持ちのための施策で、株式を保有していない多くの家計には縁遠いように思います。

「企業統治改革は投資家だけがもうかればいいという話ではない。ルールに従って収益力の高い、いわば『強い企業』を作ろうということだ。強い企業は損失リスクを負って新規事業に挑戦できるので、雇用を増やす。報酬の削減や人員整理などで労働者にしわを寄せることもない」

「社会には必ずリスクが存在するので誰かがそのリスクを引き受けなければならない面はある。バブル崩壊後はそれを、正規雇用の減少という形で労働者、つまり家計が引き受けてきた。リスクを負わされた家計は安全志向になり、その結果、企業への成長資金のパイプは細くなった。そして企業の収益力が低下し、さらに雇用が減るという悪循環を招いた」

——企業がリスクをとらない姿勢が悪循環の起点だということですね。

「金融機関も同じだ。国債に投資していれば、さほど運用コストはかからないが、株式に投資し、企業経営に関わるとなるとコストが増える。だから経営に関与しない。その結果、投資先の企業統治が失われ、その企業の収益力は下がり、国債投資が増えるという悪循環を引き起こした」

「企業経営者は株主から現金を抱え込んでいると非難されている。経営者と株主の間に不信感が生まれると、経営者はいざというときに株主に頼れないという思いを強くするので、自己防衛のためにさらに現金をため込むようになる。家計、金融機関、企業経営者、投資家に存在するこうした悪循環は、どれか一つを改革すれば解決するものではなく、各主体が一斉に方向を変えなければだめだ。今回の改革は、『官製』改革だが、要は考え方の転換だ。民間の力に期待し、悪循環を好循環にかえていく。そのためのきっかけだ」

<村瀬氏略歴> 1986年東大経済学部卒、91年東大院経済学研究科退学、同横浜国立大経済学部助教授、05年名古屋市立大学大学院教授などを経て13年から現職。専門は経済政策、金融。

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

**NIKKEI** Nikkei Inc. No reproduction without permission.