

ストラテジーブレティン (294号)

株式市場を巡る理論対立

～ 米国で進む新しい資本主義の姿 ～

「新しい資本主義」の時代

岸田首相が「新しい資本主義の構築」を政権のスローガンに掲げて以来、「新しい資本主義」が経済論議の流行となっている。まさに「新しい資本主義」が勃興しつつあり、その先陣を巡って各国、各産業、各企業の競争が展開されている。DX/GX 革命も、働き方と人々のライフスタイルの変化も、金融・株式市場も経済政策も、企業政策・企業体制の在り方も、M&A などの合従連衡も、すべては「新しい資本主義のコンセプト」なしには理解できず、成果は得られない。武者リサーチは、今、資本主義は新たな発展段階へと進化しつつあると考える。19世紀型の労働の搾取と階級対立、20世紀型の経営と所有の分離、機関投資家が求められる受託者責任を経て、今、家計が労働者と所有者(株主)の双方の機能を兼ね備え、ネットがあらゆる経済資源の最適マッチングを果たすという、新たな新時代に入ろうとしている。その全貌、最終的な行き着く先は混とんとしているが、米国では資本主義進化の火ぶたは明らかに切られている。日本はそのダイナミズムに大きく後れを取っている。今後様々な問題を「新しい資本主義」というコンセプトから解明していきたい。その端緒として、本日の日経新聞掲載の記事に対するコメントから始めたい。

岩井氏による「過度な株主重視による資本市場の機能不全」は正しいか

日経新聞が本日から始めた「新しい資本主義を問う」シリーズの第一弾として、岩井克人(国際基督教大学特別招聘教授)が登場し、過度な株主重視による資本市場の機能不全が問題だ、と指摘している。「日本企業はバブル崩壊以降、売上高、給与、設備投資が横ばいで推移してきたのに、配当金だけは4倍にも増えた、さらに自社株買いによって株主還元は拍車がかかった。株式市場は企業に成長資金を供給するのが本来の目的だが、実際は企業から株主に資金が流出している。株主の3割は海外投資家で、市場が国富を収奪する場になっている。今、海外投資家の間で日本は最も買収しやすいカモとみなされている。」

岩井氏は日経「新しい資本主義を問う」シリーズのトップの登場であるから、日経新聞は岩井氏を日本における資本主義研究の第一人者とみなし、氏の見解が学会のスタンダードな見方を代表していると考えているのであろう。

しかし、武者リサーチは、この見解は事実認識において先進国金融の現実からだいぶ離れていると考える。まず株主還元を日米で比較してみよう。日本の株主還元を東証上場企業で見ると、配当15.6兆円(配当性向32%、配当率2.06%)、自社株買い年間8兆円として、株主還元合計は約24兆円、予想利益47兆円のはほぼ半分が還元されていると計算される。これに対して米国企業(金融を除く)の場合、過去6年間の株主還元を計算すると、2015年から2020年の6年間の利益合計6.17兆ドル、これに対して配当金3.63兆ドル、自社株買い2.51兆ドル、両者合わせた株主還元は6.14兆ドルと利益総額にほぼ等しい。米国では企業は利益を丸ごと株主に還元することが、常態化しているのである。米国の株式市場は日本以上に企業からの資金流出の場となっている。

米国で進化する資本主義、株式市場が資金調達から所得還元の変化した

では、米国では投資がおろそかであったかと言うとそうではなく、この6年間に利益の1.9倍に相当する11.78兆ドルが投資に振り向けられ、減価償却9.18兆ドルとの差額2.6兆ドルは、社債発行中心の債務増加3.0兆ドルによって賄われてきた。企業の財務構成(例えば自己資本比率)は低下してきたのである。

この株価本位(or 株主重視)の企業の財務行動は、米国株高のほぼ唯一のエンジンであった。リーマンショック以降11年間に米国の株価(SP500指数)は6倍強に上昇したが、この間の投

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南2-16-7

資主体別に見た累積株式純投資額を見ると企業(非金融)が4.1兆ドル、と家計0.9兆ドル、海外1.0兆ドル、金融機関・年金-1.8兆ドルを大きく上回っており、株高はもっぱら自社株買いによってもたらされたといえる。この株高を中心とした資産価格の上昇が、家計の純財産額を大きく押し上げ、その資産効果が、米国消費増加の牽引車になっている。

このように、米国では家計の貯蓄が銀行貸し出しや証券発行によって企業に投資され、経済の循環を引き起こすという旧態依然たる資金循環が全く変わってしまっているのである。

端的に言えば、①株式市場が企業の資金調達から所得還元になった、②将来の投資を決める金融ポートフォリオは、昔は銀行の融資ポートフォリオであったが、今は株価(株式の時価総額)による市場ポートフォリオになっている、③家計貯蓄の7割は株式・投信であり、資産価格上昇は最大の貯蓄増加要因になっている、④経営者は株価によって評価判定される、等が定着している。

その過程でバブルと見える資産価格の高騰や、値ざや稼ぎを狙った投機も横行し、鉄火場の様相も見られる。

ブラインドの日本の経済論壇

岩井氏の言う「過度の株主重視による資本市場の機能不全」は、米国では日本などよりはるかに進行しているという現実があり、日本はだいぶ遅れて後を追っているという構図である。この米国の金融市場の在り方を米国国内で批判しているのは民主党のエリザベス・ウォーレン議員など、左派(progressive)の一部であり、イエレン財務長官をはじめ、大半の学者・エコノミストは問題視していない。それどころか QE、ゼロ金利など積極的金融政策を通して、資産価格の押し上げ政策を支持している。

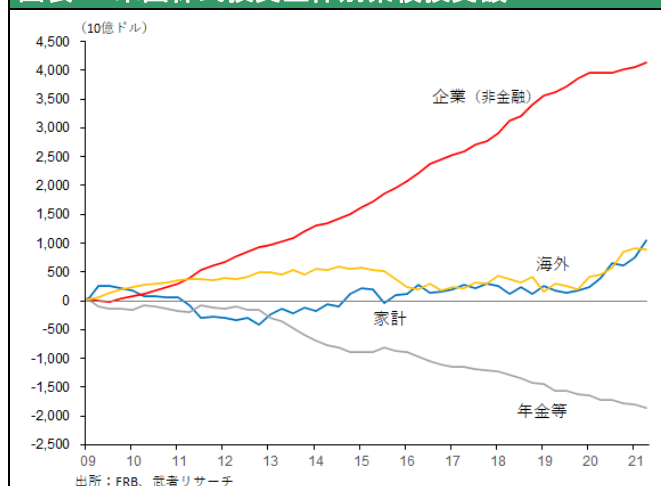
金融・経済では、古い教科書が前提にしている過去の実態と、ダイナミックに姿を変えている進行形の現実とのギャップが極端に大きくなっているのである。岩井氏のような観点からすれば、米国株式は官民共作のバブル生成の真ただ中であり、金融危機に向かう過程にある、と見えてくるであろう。投資家としても、この両者の見解に傍観を決め込むことはできない。

図表 1: 米国企業部門(非金融)資金フロー

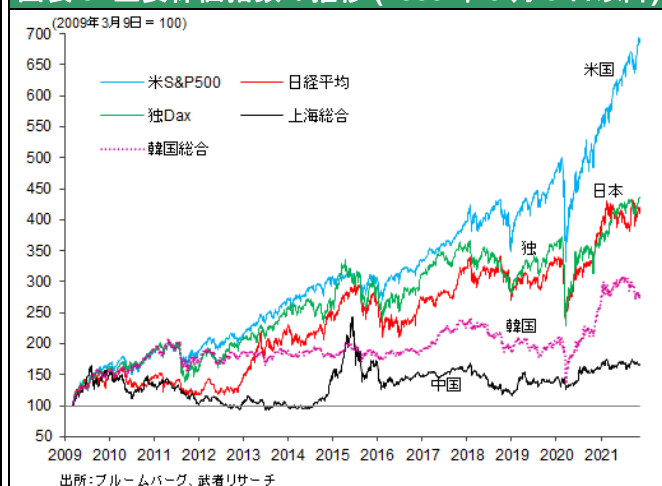
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合計
税引き利益	1,002.6	987.4	1,026.2	1,059.5	1,049.0	1,047.3	6,172.1
株主還元	1,094.6	1,186.5	1,046.3	877.3	1,090.6	847.1	6,142.4
内配当	641.1	690.7	720.7	259.8	636.6	678.6	3,627.5
内自社株買い	453.5	495.9	325.6	617.5	454.0	168.5	2,514.9
債務調達	597.5	270.2	356.3	332.9	474.3	1,013.4	3,044.6
内借り入れ	187.3	-20.9	31.8	199.0	204.6	329.5	931.2
内負債証券	410.3	291.1	324.5	133.9	269.7	683.9	2,113.4
減価償却	1,317.4	1,359.6	1,488.7	1,659.0	1,663.0	1,695.6	9,183.4
設備投資	1,935.9	1,789.3	1,883.2	2,068.2	2,147.7	1,964.0	11,788.2

出所：米連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

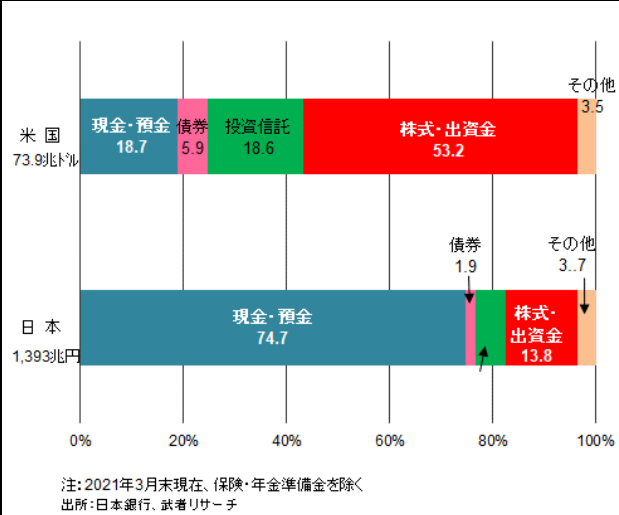
図表 2: 米国株式投資主体別累積投資額



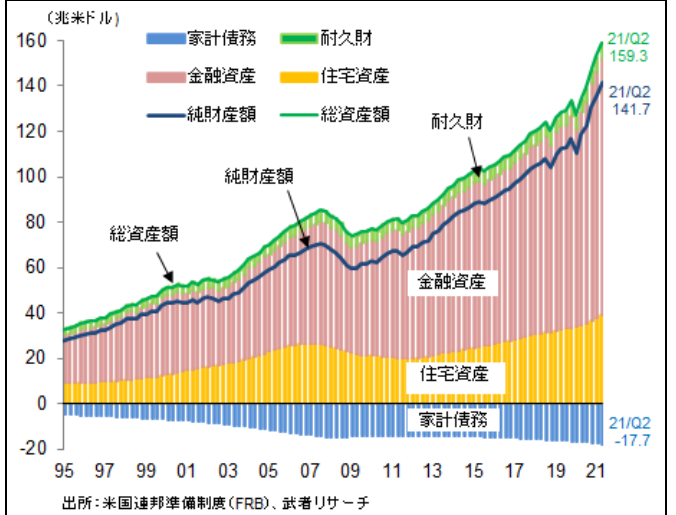
図表 3: 主要株価指数の推移 (2009年3月9日以降)



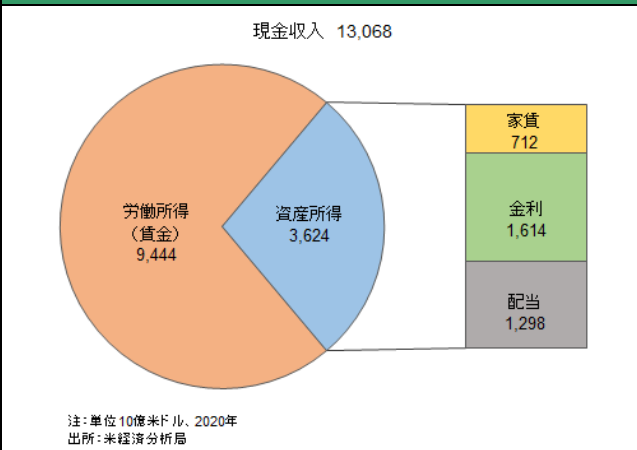
図表 4: 日米家計の資産配分比較



図表 5: 米国家計の資産、債務、純財産の推移



図表 6: 米国家計現金所得の構成比



著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。