

# 日本経済の活性化と株式市場の将来像

## —課題と展望—

中 井 誠

### はじめに

本稿では、日本経済について、歴史的な考察、現状分析、経済予測を行った後、日本の株式市場について現状分析と展望を行う。日本経済はグローバル金融危機や円高の影響を受けて、失速していたが、2012年3月以降、円高修正、日本銀行の積極的な金融緩和策への転換などから緩やかながら回復の兆しを見せている。

日本経済の回復を見込み、株式市場も3月には、活況を呈し、金融相場的な色彩を強めた。日経平均株価は2012年3月27日の終値で、前日比236.91円高の10,255.15円と、1部上場の9割超の銘柄が上昇するというほぼ全面高の展開となった。加えて、124銘柄が昨年来高値を更新した。日経平均株価は、2011年2月17日に10,891.60円の高値を付けた後、同年11月25日には8,135.79円まで下落していたが、2012年2月14日の日銀の追加緩和策を受けて反発、本格的な回復基調を辿った。

このような経済・金融環境の下、マーケットでは今後の日本経済および株価について強気の予想が支配的となってきている。しかし、その半面、政府は強硬に増税に踏み切ろうとしており、消費税率引き上げが日本経済の復活の妨げになると懸念されている。本稿では、消費税率引き上げについてその影響、メリット、デメリットなどにも言及する。そして日本経済の復活へ向けてのメイン・シナリオと株価上昇に向けての政策提言を行いたい。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、日本経済の歴史、現状、課題を考察した上で、日本経済を低迷させた原因の1つを、日本の構造問題であると位置づける。日本国内での成長がまったく望めなくなった今日において、日本企業の躍進が日本経済の活性化に直接的に影響を及ぼす度合いが低くなったこと、日本の企業の経営戦略が必ずしも日本の経済を活性化させ、わが国の豊かな未来を実現することに寄与しなかった点を立証したい。そして、長期にわたる景気低迷は、消費税率の引き上げ等、景気の腰を折るような政策が最悪のタイミングで採られたことが原因である点を強調したい。最後に今後の日本経済の活性化に向けて、日本の産業の活性化のみが日本の株価の上昇に結び付く点を確認する。

### 1. 日本経済の歴史、現状、課題

日本経済は1980年代には3%から7%と高い成長を記録していたが、バブル経済が崩壊した1990年代に入ると、成長率を大幅に鈍化させた。その間、アメリカはクレジット・クラッシュに直面した1990年代初頭を除き、1992年以降、順調な景気拡大を記録している。

表 1 日本とアメリカの実質 GDP 成長率の推移

年度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
日本	3.18	4.18	3.38	3.06	4.46	6.33	2.83	4.11	7.15	5.37
アメリカ	-0.27	2.54	-1.94	4.52	7.19	4.14	3.47	3.20	4.11	3.57
年度	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
日本	5.57	3.32	0.82	0.17	0.86	1.88	2.64	1.56	-2.05	-0.14
アメリカ	1.88	-0.23	3.39	2.85	4.07	2.52	3.74	4.46	4.36	4.83

2000年代に入ってから、日本経済の成長率はデフレ経済の下で2%前後と低成長を維持し続けた。その半面、アメリカ経済は2008年9月のリーマンショックまでは、景気の拡大が続いた。特筆すべきは、2000年、2004年にみられるように、アメリカの経済成長率が高い年度において、日本の経済成長率はアメリカほどではないものの、拡大していることである。また、100年に一度と言われたアメリカで起きた金融危機が日本経済に及ぼした影響も看過できない。2009年を見る限り、日本経済の落ち込みはアメリカ以上に深刻であった。

表 2 2000年代における日本とアメリカの実質 GDP 成長率の推移

年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
日本	2.26	0.36	0.29	1.69	2.36	1.30	1.69	2.19	-1.04	-5.53	4.44
日本(年度)	2.0	-0.4	1.1	2.3	1.5	1.9	1.8	1.8	-3.7	-2.1	3.3
アメリカ	4.14	1.08	1.81	2.54	3.47	3.07	2.66	1.91	-0.34	-3.49	3.03

日経平均株価は、1989年12月の高値38,915円をピークに低迷が続いた。1997年4月には消費税率が5%に引き上げられたこともあり、1998年度の経済はマイナス成長を記録した。また、同年11月には三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が経営破綻したことにより、金融不安が台頭し、年末には株価が13,842円まで下落した。アメリカのインターネットバブルが崩壊した2000年代初頭には、日本経済も低迷し、2002年末に日経平均株価は8,578円まで下落している。その後、2007年までは1万円台で推移するも、2008年末には再び9,000円台を割り込んだ。近年においては、2011年3月11日の震災後、株価が下落するものの、震災復旧の進展を受けて2011年7月上旬に1万円台を回復したが、その後は米国の景気先行き懸念やヨーロッパの債務問題が深刻化したことや円高の進行により株価は大幅に下落した。

こうした経済と株価の長期にわたる低迷は、様々な経済対策が打たれても、その効果を相殺するような増税によって、経済対策が持続的な経済の拡大に繋がる事がなかった点が原因の1つと考えられる。株価と企業業績との関係については、1990年から今日に至る20年間において、企業業績が持続的に低迷し続けたのかという点とそうではない。トヨタに代表されるグローバル企業は、2008年3月期には、空前の好決算を記録している。例えば、トヨタの2008年3月期の純利益は1兆7,179億円と、リーマンショック前まで、企業業績は好調であった。企業業績が好調でも、株価が低迷したのは、日本企業の好業績が日本経済を牽引する力がなかったからとも考えられる。また、アメリカやヨーロッパ、ひいては中国を中心とした諸外国の経済動向が日本の経済を動かし、グローバル経済の下で、将来的に国内需要が盛り上がりえない日本に嫌気がさし、それが日本の株価を低迷させたとも考えられる。つまり、日本経済と日本の主要な企業、特に日本国籍の輸出特化型企業との相関は低く、企業業績と株価との間に歪みが生じ

たと解釈できる。

### 1. 1. 日本経済の現状

2011年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は前期比マイナス0.2%（同年率マイナス0.7%）となった（表3）。民間設備投資が前期比+4.8%と大幅な上昇を記録したことにより、実質GDPも1次速報値（前期比マイナス0.6%、同年率マイナス2.3%）より上方修正された。ただ、基調として設備投資が回復しているとしても、今回の上方修正について、大きな期待を持つことは危険であると考えられる。個人消費、住宅投資、公的需要なども小幅ながら上方修正されており、全体として非常に緩やかな回復が期待されるものの、経済の本格的な回復は、2012年第2四半期の数値の正式公表を待つのが妥当であろう。

表3 GDPと需要項目の推移（四半期ベース）

		2011年			2012年
		4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
実質GDP	前期比	-0.3	1.7	-0.2	0.8
	(前期比年率)	-1.2	7.1	-0.7	3.2
個人消費	前期比	0.3	1.0	0.4	0.3
住宅投資	前期比	-2.4	4.5	-0.7	-0.3
設備投資	前期比	-0.1	0.3	4.8	0.9
在庫投資	前期比寄与度	(0.1)	(0.2)	(-0.3)	(0.3)
公共投資	前期比	6.6	-1.6	-2.2	2.9
政府消費	前期比	0.8	0.3	0.4	0.3
純輸出	前期比寄与度	(-1.0)	(0.8)	(-0.6)	(0.1)
輸出	前期比	-5.2	8.6	-3.1	1.0
輸入	前期比	0.3	3.4	1.0	0.5
名目GDP	前期比	-1.2	1.4	-0.5	0.8
	(年率)	-4.9	5.8	-1.8	3.2

(出所)内閣府「四半期別GDP速報」, Mitsubishi UFJ Research & Consulting

### 1. 2. 日本経済の課題と展望

足元の景気回復にはまだまだ懸念材料が残るものの、中長期的に見た日本経済の先行きについては、世界経済の回復を受けて、輸出が増加し、労働市場の回復も見られると予想される。世界に目を転じると、2012年度は金融緩和や積極的な財政政策により米国経済の回復が見込まれることや中国経済も第12次5カ年計画のスタートで、インフラ投資が拡大し、所得増による消費拡大が期待される。現在、ギリシャの財政問題等で深刻な状況にあるヨーロッパにおいても、債務危機問題が収束に向かえば、ドイツを中心に景気の回復が見込まれる。これら世界経済の回復と復興需要に支えられ、2012年度の日本経済は実質GDP成長率で前年比1.9%と緩やかながら拡大するものと予想されている（表4）。しかしながら、世界を見渡すと、アメリカにおいて失業率が高止まりしていることや、ヨーロッパの景気は欧州ソブリン危機などの影響から減速するとみられていることなど懸念材料が存在することは事実である。欧米をはじめとした世界の経済・金融環境が悪化すれば、日本経済の力強い回復は望めないかもしれない。

表 4 日本経済予測（年度）

		(%)		
		2011年度	2012年度	2013年度
名目GDP成長率	前年比	-2.2	1.2	1.1
実質GDP成長率	前年比	-0.2	1.9	1.4
民間消費	前年比	0.7	1.0	1.0
住宅投資	前年比	3.5	2.8	7.8
設備投資	前年比	1.7	4.3	2.7
政府消費	前年比	1.9	1.2	0.7
公共投資	前年比	2.8	6.5	-4.7
財・サービスの輸出	前年比	-1.8	2.8	4.0
財・サービスの輸入	前年比	5.1	4.6	3.3
消費者物価	前年比	-0.1	0.1	0.4
失業率	%	4.5	4.4	4.2

(出所) Daiwa Institute of Research 2012年3月8日現在

国内外の研究所が行う経済見通しでは、2012年度以降の世界経済は順調な回復を実現するとみられている。2012年度においては、主要国の大統領選挙や党大会、ロンドンオリンピックの開催などから経済効果が期待されよう。米国ではFRBが2013年半ばまでゼロ金利政策を維持すると宣言している。世界経済は2012年において、実質経済成長率が5.3%（2011年は4.4%）にまで成長することが予測されており（IMF等の予測）、これを受けて、日本経済も2012年度において実質2%程度の成長が期待される。さらに、5月に成立した第一次補正予算の4兆153億円および、7月に成立した第二次補正予算（1兆9,988億円）に加えて、秋の臨時国会で第三次補正予算が編成された。第三次補正予算は10兆円規模となり、総額で16兆円強の補正予算が組まれたこともあり、復興事業が本格化するとみられている。金融面では、日本銀行が追加の金融緩和に踏み切ることで、円高に歯止めがかかり、緩やかな円安の進行も予想される。

表 5 2011年度の補正予算の主な内容

補正予算	成立	規模	内容	財源
第一次	5月2日	4兆153億円	瓦礫処理、仮設住宅建設、原発事故対応等	基礎年金財源、予備費など
第二次	7月25日	1兆9988億円	被災地の二重ローン対策、原発事故損害賠償	税収上振れによる決算剰余金
第三次	秋	10兆円程度	堤防の整備、市街地の内陸・高台への移転等	所得税等臨時増税、消費税など

(出所) Mitsubishi UFJ Morgan Stanley

表 6 主要国の大統領選・総選挙・党大会等の日程

米国	大統領選挙	2012年11月
中国	第18回中国共産党大会	2012年秋
ロシア	大統領選挙	2012年3月
フランス	大統領選挙	2012年4月
韓国	大統領選挙	2012年12月
台湾	総統選挙	2012年3月
英国	ロンドン五輪	2012年7月
日本	東京スカイツリー営業開始	2012年5月

(出所)新聞等各種報道資料

### 1. 3. 株式市場と日本経済

日本経済は、高度経済成長期、二度の石油ショック、プラザ合意を経て、1980年代末期までは、紆余曲折はあったものの、結果的に見て順調に拡大してきた。日本経済のピークは1989年で、当時は株価も最高値をつけた。1989年は、政局不安・ドル高など不安要因に悩まされ続けながらも、株価は年初の30,272円から約28.5%上昇した。市場関係者は日本経済の先行きや株式の展望について、強気一色であった。1989年末時点において、翌年1990年の株価は、年間で20%程度の上昇が見込まれ、1990年の春先には40,000円を乗せるという見方が大半を占めていたのである。1989年当時、多くのエコノミストは、日米金利差縮小から、国内金利の一段の低下を予想し、更なる株価の上昇を見込んでいた。当時においては、為替レートについても1ドル140円台前半で比較的安定に推移すると予想されていた。このような経済・金融環境を背景に、1990年代に入っても、日本経済は、経済の先行きの指標の1つである株式市場が建設関連や不動産関連等が主導するかたちで好調を維持し続けることで、景気拡大が継続することを誰もが疑っていなかった<sup>1)</sup>。

1990年に入り、不動産バブルが崩壊すると、株価は下降トレンドを辿ることになる。1990年10月には、最高値からわずか9ヶ月で日経平均株価は20,000円割れを記録した。その後回復をみせ1991年11月には25,000円をつけた後、若干の変動はあったものの、1992年7月まで一貫して下げ続け15,000円台まで下落する。1992年から1999年までは、15,000円を下値抵抗線として、15,000円から20,000円のレンジでボックス相場が続いた。

2000年に入り、ITバブルの崩壊とともに、2000年10月に15,000円を割り込んでからは一挙に10,000円台まで下落する。特に小泉政権時代に、日経平均株価が7,000円台まで低下したことは記憶に新しい<sup>2)</sup>。その後、2006年9月に小泉政権が終焉を迎えるまで、戦後最長といわれる景気の拡大と好調な企業業績を背景に、株価は回復をみせるが、2007年6月末の18,138円をピークに、リーマンショック、ギリシャの財政危機などを背景に株価の低迷が続き、前述したように、2012年3月末時点では、10,083円と、長期にわたって低迷が続いている。特筆すべきは、2001年以降、10年間にわたって日経平均株価が20,000円を超えていないことである。1990年代は、バブル崩壊、不良債権問が深刻化し、「失われた10年」と揶揄されたが、株価の水準のみに着目すれば、2000年に入ってからの方がより深刻であると言えよう。過去10年間でみると、国内株式市場は、TOPIX（東証株価指数）のトータルリターン（年率）が3.50%のマイナス、日経平均株価が2.97%のマイナスとなっており、長期にわたって低迷状態が続いているのである。

世界の株式市場と比較しても、日本の株式市場は2000年以降、アンダーパフォームしている<sup>3)</sup>。リーマンショック後の株価の回復についても、世界の株式市場に比べて、リーマンショックの影響が軽微であった日本株の回復が一番遅かった。

---

1) 1989年当時の熱狂は、同年12月16日号の「週刊ダイヤモンド」の特集記事、「東京株価来春4万円への期待」にもみられるように、誰もが1990年代も株高が続くと思っていたことを裏付けている。

2) 2003年4月28日には、最安値（ザラ場7,603.76円、終値7,607.88円）をつけている。

3) 藤田勉・東條愛子、「Corporate Securities Strategy」,CITI, 2011年2月26日号, p5.

このような長期にわたる日本株の低迷の要因は、理論的にみても実務的にみても多くの理由が存在するが、看過できない要因として、日本企業の役割とその存在意義が大きく変化したことが関係するのではないかとみられている。

## 2. 消費税率引き上げによる日本経済への影響

今日において、日本では、景気の低迷、少子高齢化が続く中、財政収支の赤字が拡大しており、消費税を増税しなければ、日本の財政はいずれ破たんするとも言われている。日本の財政状況は世界でも最悪で、危機的な状況であるとの認識が高まり、政府は現在5%の消費税率を2014年4月に8%、2015年10月に10%に引き上げる消費増税関連法案を閣議決定する見込みである(2012年3月29日現在)。消費税増税には、世論だけでなく、与党民主党内でも賛否両論があり、消費税増税が民主党のコンセンサスとはなっていないものの、野田首相は「政治生命をかけても消費増税を実現する」と主張している<sup>4)</sup>。

消費税増税は日本経済を活性化させるうえで必要な措置なのかどうかという問いに対しては、全く不透明であり、経済的な視点からすれば、消費増税は日本経済回復の足枷になるという意見が支配的である。しかしながら、一般政府の債務残高の名目GDPに対する比率は2011年末現在で200%を超えているという現状から判断すれば、財政状況を改善させるべく、喫緊に何らかの手段を講じる必要があることは言及するまでもないだろう。

一般的に、財政赤字の累増は、中長期的にみれば経済に悪影響を及ぼす可能性が高いと考えられている。また、財政赤字の累増を放置することは、将来世代へ負担を転嫁することを意味し、若い世代に対して明るい未来を提供できなくなる。加えて、国債費の増加による財政の硬直化やクラウディングアウト(大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと)の発生、インフレの進行などを通じて、景気をさらに悪化させるとみられている。このため、一日でも早く財政赤字を削減するために、政府が全力投球する必要があることは確かである。

それでは、財政赤字を削減する方法として、政府が主張するように消費税を増税することが

---

4) 野田首相は、7年前の平成17年1月25日、国会で以下のような発言している。「定率減税の半減を平成17年度税制改正では織り込んでいるが、これは一兆円を超える増税であると考えられる。サラリーマン家庭には大きな打撃になるだろう。しかし、大事なことは、こういう増税という話を自民党の政権公約には盛り込んでいなかったという点である。こんな後ろからけさ切りをするようなだまし討ちをなぜするのか理解に苦しむ。ぜひ説明していただきたい。そして、定率減税半減の影響についてもお尋ねをしたい。私は、景気の腰折れあるいは消費の冷え込みにつながるのではないかと強い懸念を持っているが、そこで思い起こしていただきたいのは、1997年当時のことである。今国会でも恐らく焦点の人になるであろう、政治と金との問題で焦点の人になるはずである、ポマードで髪を塗り固め、最近はいろいろなことを忘れて嘘で顔を塗り固めている方が総理大臣だったころ、消費税を上げ、医療費を引き上げ、定率減税を引き下げて、風邪から治りかけていた日本経済を肺炎にしまった。同じことをまた繰り返そうとしているのではないか。」当時の主張と今の主張が全く異なるのは何故なのだろうか。

最善策かという点、これまでの歴史を振り返ると必ずしもそれが得策であるとは言えないと考えられる。表7は、一般会計における歳出・歳入（税収）の推移である。わが国で消費税が導入され、施行されたのは平成元年からで当時は3%だった。当時はバブル景気で税収も前年度より増えたこともあり、税収から歳出総額を差し引いた収支の額は、減少（マイナス幅が縮小）しているが、平成3年度以降、バブルの崩壊による景気の低迷で税収が減る一方、歳出が膨らみ収支の悪化が平成7年度まで続いている。また、収支の赤字を補うために公債が発行されている点も見逃せない。平成9年度には、福祉を充実させるという目的で消費税は3%から5%に引き上げられたが、翌年の平成10年度には収支の赤字が35兆円、平成11年度には41.8兆円まで膨らんでいる。その後の推移は下表（表7）が示す通りである。つまり、消費税引き上げ後において、消費の冷え込みから経済が悪化し、税収が減る中、歳出の削減が進まず、財政収支の赤字を拡大させてしまったという事実はあまり報じられていないが、消費増税によって財政が悪化したかもしれない点については、詳細に検証されるべき問題であると考えられる。

表7 一般会計税収、歳出総額および公債発行額の推移

年度	昭60	61	62	63	平成元	2	3	4	5	6	7	8	9	10
一般会計税収	38.2	41.9	46.8	50.8	54.5	60.1	59.8	54.4	54.1	51.0	51.9	52.1	53.9	49.4
歳出総額	53.0	53.6	57.7	61.5	65.9	69.3	70.5	70.5	75.1	73.6	75.9	78.8	78.5	84.4
収支	-14.8	-11.7	-10.9	-10.7	-11.4	-9.2	-10.7	-16.1	-21.0	-22.6	-24.0	-26.7	-24.6	-35.0
公債発行額	12.3	11.3	8.4	7.2	6.6	7.3	6.7	8.5	16.2	16.5	21.2	21.7	18.5	34.0

年度	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
一般会計税収	47.2	50.7	47.9	43.8	43.3	45.6	49.1	49.1	51.0	44.3	38.7	41.5	40.9	na
歳出総額	89.0	89.3	84.8	83.7	82.4	84.9	85.5	81.4	81.8	84.7	101.0	95.3	94.7	na
収支	-41.8	-38.6	-36.9	-39.9	-39.1	-36.4	-36.4	-32.3	-30.8	-40.4	-62.3	-53.8	-3.8	na
公債発行額	37.5	33.0	30.0	35.0	35.3	35.5	31.3	27.5	25.4	33.2	52.0	42.3	44.3	na

(出所) 財務省

消費増税で、一般庶民の消費意欲が低下したことにより、個人消費が減退し、庶民景気が悪化し、企業の業績も低迷したことで、税収が減少し、財政収支の赤字が拡大したとは言いが切れない。しかし、財政赤字が累積しているため、それを改善するために消費増税を実施すると単純に考えることについても疑問が残る。また、自民党政権下で実施されてきた大企業、高額所得者などに対する大幅減税により、税収が極端に落ち込んだ点も考慮すべきである。3%から5%に消費税を増税した当初、増税を行う理由として掲げられていた福祉の充実が、実現されず、消費税は社会保障に使われていないことにも留意すべきである。消費税の増税分は、法人税減税、高額納税者に対する所得税減税の穴埋めに充てられたとも考えられよう。財源不足を補うために消費増税を実施すれば、今以上に財政収支の赤字が膨らむ可能性も否めない。財源不足は、法人税、所得税、相続税など担税力のある税金で賄うべきであるものの、法人税増税は産業の空洞化を招くであろうし、相続税の増税は国際標準に照らし合わせても妥当とは言えない。このように考えると、所得税の増税を含めた徴収強化による税収増以外に最適な方法は見当たらないことになる。

さらに、平成11年以降は、大幅な経済対策が打たれていることなどから考えると、景気を減退させるような消費増税については、景気が過熱気味の時に実施すべきであり、今はタイミング的にも最適な時期であるとは言いがたい。増税を実施するタイミングが悪いと、表8にみられ

るように、景気を回復させるために大幅な経済対策が講じられることになり、結局は、税金の無駄遣いが生じることになる。平成10年から11年にかけての小渕政権下でかなりの財政出動があったことは、周知のとおりであるが、近年では2008年から2009年にかけて、所謂、リーマンショック後の経済対策にかなりの税金が使われている点も見逃せない。

表8 これまでの主な経済対策

策定時期	内閣	経済対策名	事業規模(兆円)	補正予算(兆円)	主要な内容
1998年4月	橋本	総合経済対策	16	4.6	・公共事業 ・雇用対策 ・特別減税
1998年11月	小渕	緊急経済対策	24	7.6	・金融システム安定 ・恒久減税
1999年11月		経済新生対策	18程度	6.5	・中小企業金融対策 ・介護対策
2000年10月	森	日本新生新発展対策	11程度	3.9	・公共事業 ・雇用対策
2001年10月	小泉	改革先行プログラム	5.8	1	・雇用対策 ・中小企業対策
2001年12月		緊急対応プログラム	4.1	2.6	・公共事業 ・IT推進
2002年12月		改革加速プログラム	14.8	3	・雇用対策 ・中小企業対策
2008年8月	福田	安心実現緊急総合対策	11.7	1.8	・防災対策 ・中小企業金融対策
2008年10月	麻生	生活対策	26.9	4.8	・定額給付金 ・高速道路料金引き下げ
2009年4月		経済危機対策	56.8	15.4	・低公害車・省エネ家電購入補助

(資料)東京新聞2009.4.9/4.11

今日において、消費税増税が叫ばれている背景には、①消費税が世代間格差の是正に結びつく点、②高齢化社会において安定的な財源確保ができる点、③経済活動に対して中立的な点などが挙げられている。①の点については、若い世代の負担に偏ることなく社会保障の安定的な財源を確保するためには、消費税の増税は不可欠であるというものであるが、それは理想であり、空論にすぎないことは橋本政権下で消費税増税を実現した時に同様のことが主張されていたことを考えれば、明らかであろう。③については、グローバルな大企業の場合、消費税は還付金の増額になり、輸出をすればほろ儲け的な色彩も持っていること、さらに、低所得者層に対して税額控除することが議論されているが、これは徴税の公平性という点から説得性に欠けると思われる。消費税の逆進性の問題(所得が少ない者にとって不利な税制であるという点)を解決するために、低所得者に対して税額控除することも考慮されている。しかし、全国民が費やした消費に対して一律に税を課す(現在は5%)というのが、消費税のメリットであると

すれば、これを調整することは、低所得者は納税しなくても良いということになり、国民の勤労意欲が一層削がれることになろう。

紙面の制約もあるため、消費増税のデメリットについては、これ以上の議論は割愛するが、改めて消費増税はデメリットこそあっても、メリットはない点を強調しておきたい。

### 3. グローバル大企業が日本経済の復活を支える？

高度成長期において、日本経済の活性化を後押ししてきたのは、輸出特化型の大手製造業であり、これら大手製造業が復活すれば、これからも日本経済は持続的成長が可能であるという考え方は果たして正しいのだろうか。日本経済の躍進の背景には、大企業の成長の裏でその下請け業者や中堅・中小企業、さらには零細企業が大きな役割を担ってきたことは、疑いのない事実である。しかし、大企業の業績が向上すれば、その下請けである中小・零細企業の業績も向上するかというと、バブル崩壊以降、そのような傾向はみられない。

日本経済の活性化には、中堅・中小企業や零細企業の資金繰りが良くなることが、第一条件であると考えられる。大企業だけが業績を伸ばせば、経済は活性化するという考え方は捨てて、中小企業活性化の道を拓く諸策を講じるべきである。金融庁は、現在の経済金融環境が非常に厳しい状況にある中で、中小・零細企業の事業主を支援するため、貸し渋り・貸しはがし対策の検討を開始する旨を公表し、関係省庁の協力も得つつ、「中小企業等に対する金融円滑化のための総合的なパッケージについて」を平成21年9月29日にとりまとめた。これを「中小企業金融円滑化法」という。中小企業金融円滑化法は、中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律であり、金融機関の責務を遂行するための体制を整備することで、中小・零細企業の事業主が資金調達しやすいような環境を提供し、これ以上の資金繰りの悪化を避けるのが狙いであると考えられる。

日本の大企業、特にトヨタやソニーに代表される国際的に活動している企業の業績は2008年3月期には、大幅な増益を記録したが、それでも中小・零細企業の業況は厳しく、経済の拡大を肌で感じることは出来なかった。2009年3月期の決算については、リーマンショックの影響もあり、多くの大企業が業績を悪化させた。しかし、その影響は、派遣労働者や中小の下請け会社の方が大企業より大きく、多くの労働者が職を失った。巨額の赤字を計上させた大企業の経営者は、業績を悪化させ、雇用の喪失を招いたにもかかわらず、責任をとることは殆どなかった。経営者が退任するケースは極めてまれだったのである。当時は金融環境が激変したことが原因であり、業績の悪化は経営者の責任とは捉えられていなかった面もあるものの、日立、東芝、パナソニック、ソニー等は2期連続で赤字を計上しているにもかかわらず、経営者は何の責任もとっていない。過去においても日本の企業の場合、業績を低迷させたという理由で経営責任をとって社長が交代するケースはまれであることも報告されている<sup>5)</sup>。

5) 久保克行(2010)『コーポレート・ガバナンス～経営者の交代と報酬はどうあるべきか』、日本経済新聞出版社によると、1992年から2006年までの調査で、2年連続経常利益が赤字の企業で社長の交代があったのは22.6%、3年連続の場合でも、交代があったのは7.6%にとどまっている(一方で、3年連続黒字であった企業の社長の交代比率は16.2%となっている)ことが報告されている。

業績の悪化によって、その責任をとり、社長が交代するケースは日本では数少なく、近年においては、外資系ファンドなどからの買収に備えて、株式の持合いを強化し、MBOを実施する企業も増えているが、この点もある意味では、問題として取り挙げられよう。ここでは、日本の大企業が抱えている問題点を整理し、今後、大企業が担っていくべき役割について考えてみたい。

#### 4. 日本の経済成長を阻害する様々な規制について

バブル期に日本の企業の株価が上昇したのは、株式の持合いを通じて、わが国機関投資家が日本株の購入に積極的に関与したことがその要因であるとみられている。日本の投資家であれば、日本固有の問題点をマイナスに評価せずに、それどころかプラスに評価することも多い。株式の持合いは、企業がお互いに長期的に株式を保有することから、株価の変動にとらわれずに、企業経営を長期的な視点から展開できる。そのため長期的な経営戦略を前提に研究開発投資を充実させることも可能となる。例えば、サントリーは非上場企業であったがゆえに、株主による経営介入を気にすることなく、赤字のビール事業に長期間資金投入したことで、「ザ・プレミアム・モルツ」を大ヒットさせることが出来たという事実は良く知られている。上場企業であれば、株主による短期的な利益の追求により、長年にわたって思い入れのある事業に投資し続けることは出来ないであろう。よって、株式の持合いを通じて、企業間でお互いの経営方針には口を挟まないという暗黙のルールが存在していたことで、わが国企業において長期的な戦略に立脚した事業育成を可能ならしめたといえよう。しかし、株式持合いの比率が高くなり、物言う株主が少なくなれば、株主総会は形骸化してしまう。日本の株主総会は、3月決算の企業が多いこともあり、6月の最終木曜日に集中する。この点は以前から指摘されていたが、インベスターズ・リレーションの浸透で、近年、株主総会を会社をアピールする舞台としてとらえる企業が増えてきたり、一般の個人投資家にも出席しやすい土曜日や日曜日に定時株主総会を開く会社が、増加してきている。そのため、株主総会の集中割合は、集中日開催がピークに達した1995年の96%から大幅に減少し、2004年には、東京証券取引所に上場している3月期決算企業の64%が、2009年には同49.3%が、6月29日に株主総会を実施するなど、実施日の分散化が進んできている。しかし、相変わらず、6月の第4週に実施するという傾向は強く、2009年においても6月の第4週に株主総会を実施した企業は、同86.6%と依然として高水準である。このような事態が特に問題視されない点も日本企業のコーポレート・ガバナンスが未熟であると、非難される理由となっている。

株式の持ち合いは、バブル崩壊とともに金融機関を中心に解消されたことは周知の通りである。バブルの絶頂期であった1990年3月末と2010年3月末で比較すると、都銀・地銀・生保・損保を合わせた保有比率は、31.4%から11.3%と大幅に低下している。一方、事業法人の保有比率は同期間で27.5%から21.3%とその低下幅は小さい。個人投資家は20.5%から20.1%とほぼ横ばいとなっている。代わって保有比率を大幅に向上させたのが外国人投資家である。外国人投資家の日本株保有は1990年3月末の4.2%から2007年3月末まで一貫して上昇し27.8%となった。その後、リーマンショックの影響で、若干その比率は低下したものの、2010年3月末現在

は26%である。

これだけ外国人投資家の日本株保有比率が高いと、企業経営もグローバルな視点で行われる必要がある。しかし、幾つかのグローバル企業は例外として、多くの日本企業は、従業員重視型のコーポレート・ガバナンスを頑なに維持しようとしている。それどころか、日本では学者の中にも、企業は株主のものであるという基本的な考え方を受け入れず、企業はステークホルダーのものであり、コーポレート・ガバナンスのあり方もステークホルダー型の企業統治が好ましいと考える人が多い。しかし、Aoki (1994) やAbe and Hoshi (2007) でも指摘されているように、ステークホルダー型の企業統治は、従業員の長期雇用を保障するため、メインバンク制や株式の持合いなど日本的な慣行によって支えられていた統治のあり方であり、現代のグローバル社会の中では通用しない。日本の経営者がこの点を理解したうえで、経営計画を立案しない限り、投資家が日本の株式を購入するインセンティブは働かなくなる。

### 5. 規制改革を阻害した日本型企業統治

バブル崩壊後の日本経済の低迷からできる限り早く脱出することが喫緊の課題となっていた1990年代半ばには、日本の資本市場を活性化させることが日本経済の明るい未来を約束すると

表9 経済の改革に関連する主な出来事

年	月日	
昭和61	1/30	日本銀行、公定歩合4.5%に引き下げ
昭和62	1/22	ルーブル合意
	10/19	ブラックマンデー
昭和63	8/26	西独はじめ欧州各国が一斉利上げ
	9/3	TOPIX先物取引開始
平成元	4/1	消費税3%導入
	5/31	日本銀行9年ぶりに公定歩合引き上げ
	12/29	東証一部時価総額史上最高の590兆9087億円
平成4	8/28	政府10兆7000億円の総合経済対策を発表
平成5	4/13	政府13兆2000億円の総合経済対策を決定
	9/16	政府6兆円の緊急経済対策を決定
平成6	2/8	政府15兆2500億円の経済対策を決定
平成7	1/17	阪神大震災
	9/20	政府14兆2200億円の総合経済対策を決定
平成8	11/11	橋本首相が金融システム改革として日本版ビッグバンを発表
平成9	4/1	消費税率5%に引き上げ
	11/24	山一証券経営破綻
平成10	4/24	政府16兆6500億円の経済対策を決定
	11/16	政府23兆94億円の緊急経済対策を決定
	12/1	日本版ビッグバン実施へ
平成11	10/1	株式売買委託手数料完全自由化
平成12	10/19	政府11兆円の日本新生プランを決定
平成13	3/19	ゼロ金利実質復活
平成14	7/12	金融庁が金融システムと行政の将来ビジョンを発表
	8/6	金融庁が証券市場の改革促進プログラムを発表
平成18	6/1	金融商品取引法成立
平成21	1/1	株券の電子化
平成24	3/30	政府、消費増税関連法案を国会に提出、平成26年4月から8%に

(出所) 日本経済新聞等

考えられていた。このため、金融ビッグバンが施行され、日本の資本市場の改革が積極的に進められた。ビッグバンのスローガンの一部には、グローバルという言葉が用いられ、日本経済のグローバル化はこのビッグバンの進展とともに加速度的に進展した。しかし、1998年当時におけるGibson (1998) によるFRB (Federal Reserve Board) の論文でも指摘されているように日本の経済金融改革の柱となりうる金融ビッグバンによる改革も、米国では、日本の経済活性化には繋がらないと考えられていた。規制の緩和・撤廃を中心としたビッグバンの考え方そのものは、理想的であるものの、それを阻害する多くの要因が日本には存在しており、それらの問題を解決しない限りは、改革をすればするほど余計に経済を悪化させるとみられていたのである。また、小手先だけの改革が日本経済を悪化させ、株価の低迷を招いた点は紺谷 (2008) でも指摘されている。当時から改革を阻害するとみられていた要因は、日本の特殊な企業統治のあり方である。この点は、前述のFRBの論文でも明らかであるが、以下にもう少し具体的な日本の企業統治上の問題点述べることにする。

### 5. 1. 企業の経営目標

日本の大企業の経営者は、経営目標を設定する上で、グローバルな視点からは逸脱した経営目標を採用していると言われている。海外の投資家が、日本の大企業経営者は経営の素人であると認識していることは、マスコミ等で頻繁に報じられている通りである。これは、アメリカの経営者が、ROI (投資収益率)、ROE (株主資本利益率)、株価の上昇などを経営目標として、資本主義経済を前提に経営目標を設定しているのとは異なり、多くの日本の経営者は、中長期的にもっとも重視している財務指標として、営業利益や経常利益を挙げている。営業利益や経常利益はともにフローの経営指標として浸透しているものの、ストックが反映されておらず、資本収益性を測ることが出来ない。そのため株主に対する説得力に乏しい財務指標であると言われている。株主に対する説明責任を履行するためには、ROA (総資本利益率) の方が望ましく、海外の投資家は一貫してROEを重視していることを考えると、日本の経営者が重視している財務指標は、グローバル経営に立脚したものとなっていない。日本の経営者のROE軽視が日本株の低迷に繋がっているといえよう。さらに、調査としてはかなり古いが、日本の経営者は市場占有率や新製品の比率など、企業規模の拡大や成長にかかわる目標を重視しているという報告もある。これは戦後の高度成長期における日本企業の経営目標としては理にかなっているものの、潜在成長力のない今の日本企業においては、効率性を無視した企業経営以外何ものでもない。加えて、同じ調査において、株価の上昇が経営目標の最下位となっている。高度経済成長下で育まれた日本固有の企業統治のあり方で、1980年代に日本的経営が絶賛された当時のビジネスモデルがその前提にあると考えられる。株価を軽視した企業経営はグローバル経営が国際標準となっている現在においては、全く通用しない。このような考え方が強く反映されている企業は、運輸、水産、農林、紙パルプ、電力・ガス、繊維などの業種に多い。これに対して、アングロサクソン型のコーポレート・ガバナンスが積極的に受け入れられている日本企業、例えば、HOYA、オリックス、ソニー、キャノンなどについては、多くの外国人が保有しており、外国人投資家の保有比率が高いグローバル企業として知られてい

る<sup>6)</sup>。

## 5. 2. 経営者の報酬問題

日本のメガバンクの役員が業績を低迷させたにもかかわらず、高い報酬を得ていたことやいつまでも解任されずに経営者として居座っていたことなどから、日本でも金融庁が強引に、役員報酬の個別開示に踏み切った。2010年6月30日までに、2010年3月期に有価証券報告書を提出した上場企業は2,632社あるが、その6.3%に当たる165社が、有価証券報告書において個別役員報酬の開示を行った。

役員報酬の報酬形態は、①基本報酬、②賞与、③ストック・オプション、④退職慰労金の4種類に分けられている。この4分類のうち、日本の個別役員報酬の中で報酬金額が最も大きかったのは、基本報酬で、報酬総額全体の約66%を占めた。基本報酬が最も多かったのは、日産自動車のカルロス・ゴーン氏で8億9,100万円、2位は大日本印刷の北島義俊氏の7億5,800万円であった。ソニーのハワード・ストリンガー氏は、基本報酬は3億800万円であるが、賞与として1億円、ストック・オプションで4億700万円を受け取っており、報酬総額では8億1,500万円とカルロス・ゴーン社長に次いで2位となった。

アメリカでも高額な役員報酬については賛否両論であるが、金額そのものよりも、企業価値の向上つまり株価の上昇に見合った報酬になっているか否かが基本的な考え方として根付いている。したがって、カルロス・ゴーン氏の報酬については、誰も異論を挟まなかったが、長期間において社長として君臨し、業績はほぼ横ばいで、企業価値の向上に何の貢献もしていない大日本印刷の北島氏に対しては批判が集中した。また、日本企業の役員報酬が1億円前後に集中しており、報酬の横並びと業績連動型の報酬になっていない点が指摘された。

Gabaix and Landier (2008) は、アメリカのCEOの報酬を1980年と2003年で比較しており、この間に報酬は6倍になったが、同様に株式の時価総額も6倍に増加したことを実証している<sup>7)</sup>。アメリカの高額な役員報酬については、リーマンショック直後に業績を低迷させた金融機関の経営者の報酬が莫大だった事実が報じられ、世間で批判が高まったが、総じてみると、アメリカの役員報酬の急激な増加は、アメリカの企業の株価が上昇したことによるものである。企業価値の向上に貢献した経営者が時価総額の増加分に対して数%の報酬を受け取っていても大きな問題とはなっていないのである。しかしながら、株式市場が低迷し、業績も低迷している、野村ホールディングスの渡部賢一社長（当時）が2億9,900万円の報酬を受け取っていたことに対しては、従業員からも批判が出ている。経営者が株価を上昇させる努力を怠っているにもかかわらず、多額の報酬を受け取るのは問題だというものである。

日本の大企業の業績低迷には、様々な要因があるが、その要因の1つとして、経営者の企業経営に対する考え方が、まだまだ世界的な標準からかけ離れている点が指摘できる。特にコー

6) 菊地正俊 (2011) 『外国人投資家が日本株を買う条件』、日本経済新聞出版社、p25-p26.

7) Gabaix, X and Landier, A (2008) *Why has CEO Pay Increased So Much?*, *The Quarterly Journal of Economics*, p49-p100, February.

ボレート・ガバナンスが欠如している点が挙げられる。日本型コーポレート・ガバナンスは、先にみたように、日本の経営を基盤とし、従業員重視のステークホルダー型である。多くの日本の経営者は、アメリカやイギリスで主流となっている株主用具観に基づくコーポレート・ガバナンス、つまり、株主が一元的に統治の主役の座にあるという考え方は、わが国では根付かないと考えている。多様な利害関係者が多元的に統治に関わるべきであるという考え方が、ステークホルダー重視のコーポレート・ガバナンスで、日本企業が模索すべき道であると説く。しかし、現在において、日本の株式を保有している主体の中で、外国人株主が占める比率が高まってきていることを考えると、日本株は外国人が魅力的であると考えない限り、上昇しないことになる。日本の機関投資家も、日本株の先行きに不安を抱えており、リスクの高い日本株をあえてポートフォリオに組み込むことには、日本経済に明るい未来が約束されない限り、躊躇し続けるであろう。

グローバルな経営指標やIFRSに代表される国際会計制度が導入されれば、日本の銀行は言及するまでもなく、日本の機関投資家も個人投資家もリスクの高い日本株を保有しづらくなる。日本企業の経営者が日本固有の経営を模索し、これまでのような低成長が続くなら、未来永劫に日本株を購入するというシナリオを描くことは出来ない。

ある意味、不本意かもしれないが、日本の経営者は、外国人投資家に魅力的であると思われるような事業戦略を展開し、アングロサクソン型コーポレート・ガバナンスを遂行していく必要がある。また、日本でも経営者にストック・オプションを付与することで、株価の上昇を重視した経営を行うインセンティブを植えつける必要がある。株価が上昇すれば、日本が抱えている多くの問題が解決可能となる。そのためにも、日本の経営者には従業員主権の経営ではなく、株主主権の経営にできる限り早くパラダイムシフトしてゆくことが望まれるところである。

### 5. 3. 日経平均株価との相関性

ここでは、日本企業の中でも比較的欧米の投資家に評価されている企業とそうではない企業の株価の比較を行いたい。日本電産は、永守社長のワンマン経営がマスコミ等で批判されることもあるが、社長の積極的な企業経営に対する心構えや経営戦略は、欧米の投資家にも評価されている。図1は、日本電産の株価と日経平均株価の相関を見たものであるが、その相関は低く、日本経済の低迷や日経平均株価が低迷しても、日本電産の株価の低迷が起きる可能性は少ない点が挙げられる。同様に大東建託の株価も日経平均株価との相関が低い(図1)。このような企業においては、経営者の経営スタンスがグローバル経済の変化に対応したものになっており、日本経済が抱える構造的な問題に影響されない企業といえるのではないだろうか。これに対して、パナソニックと東洋紡の株価と日経平均株価との相関をみると、これらの2社は非常に相関が高くなっており、日本経済の低迷⇒日経平均株価の下落⇒当該企業の株価低迷に繋がる度合いが高いと言えよう。これらの企業は海外投資家からの評価も低く、日本経済の動向に非常に強く影響する企業であると判断できよう。

図1 日経平均株価との相関図

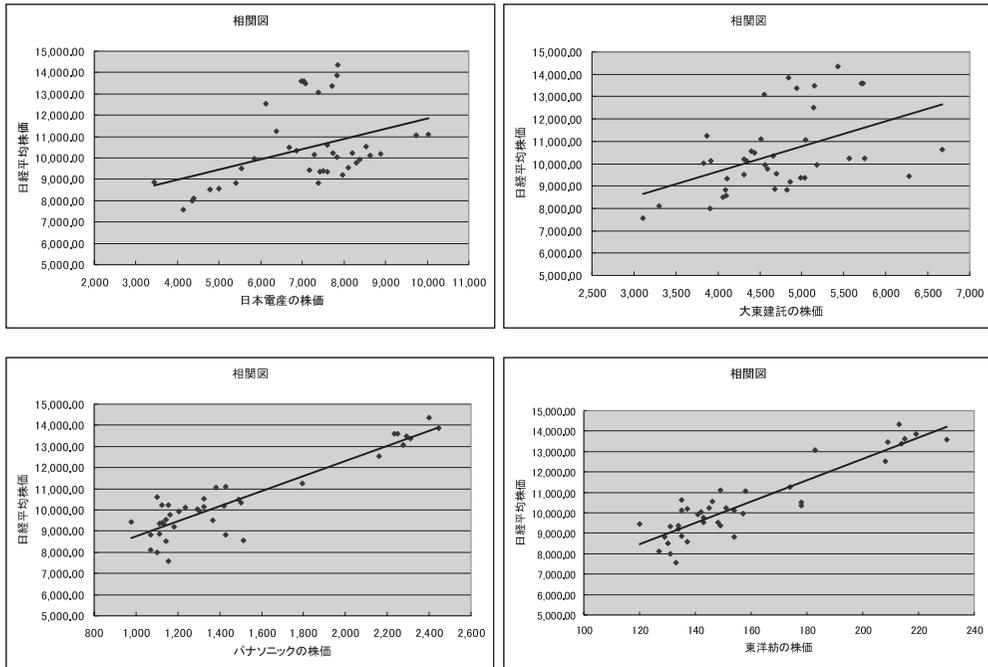


表10 銘柄別日経平均株価との相関係数

相関係数	大東建託	日本電産	パナソニック	東洋紡
日経平均	0.47107	0.40747	0.90930	0.90967

表10からも明らかなように、大東建託と日本電産の日経平均株価との相関係数は、0.4程度であるものの、パナソニックや東洋紡は相関係数が0.91と高くなっている。グローバル経済の進展で、ガバナンスが良好な企業の株価は欧米の投資家に評価され、たとえ、日経平均株価が低迷している状況下においても、ある程度、買われている点を読み取ることができる。それとは逆に、グローバル経済の下で負け組目といわれているソニー、シャープ、パナソニックに代表される家電業界、かつての老舗名門企業である東洋紡などの株価は低迷している。欧米を中心とする世界経済の低迷や極端な円高進行が、これまで日本経済を牽引してきた大企業の業績を悪化させ、それが日本経済全体を悪化させているといっても過言ではないだろう。また、かつてのソニーやホンダなどに代わる世界をリードする企業と認められる新たな革新的企業が、今後、日本で生まれる可能性が高くはないとみられている点も日本の明るい未来を不透明にしている。マクロ的には財政赤字の問題、ミクロ的には企業のイノベーションの問題など、日本が抱えている問題、解決すべき問題は山積している。このように日本経済に対する将来的な不安が、投資家心理を減退させ、それが株価の下落をも招いているとみることもできる。

## 6. 今後の日本経済活性化と株価対策

日本経済が抱える問題点として、財政赤字の累積問題、大企業重視の経済政策についての問題点、製造業を中心とした大企業の真のグローバル企業への転換が進んでいない点、日本の株価低迷をもたらした要因などについて考察してきた。また、これらの課題や問題点を解決するための施策についても検討した。財政赤字の累積問題を消費税の増税では解決できない点、大企業の業績を向上させるために法人税減税を実施しても効果がない点、日本の株価を低迷させている原因の一つとして、日本の経営者が株価に対して鈍感である点などを考察してきた。これらは日本および日本経済が抱える問題点であり、抜本的な改善が必要とされる。例えば、財政赤字累積の問題を消費増税で解決できると考えるのは大間違いである。消費税を増税しても、①税率アップ後の不景気対策の財政出動に制約を設けておくこと、②税率アップ後の税収増加をあてにして将来の予算作成をしないことなどを盛り込まなければ、これまでと同じように、財政赤字が累積することは必至であろう。

今、政府及び日本銀行がすべきことは、円高とデフレからの脱出である。そのためには、ある程度のインフレを助長するような政策を採ること、円高を修正するためにはさらなる金融緩和を行い、ある意味、1980年代に実施したような株価上昇を後押しするような税制改革を実施することが求められよう。

また、日本の株価をリードしていくこれからの企業は、これまでの製造大企業とは大きく異なっている点にも留意すべきであろう。日本経済新聞社による日経Veritas 第209号では、「失われた20年」に輝いた会社50社が掲載されている。このうち、1位から10位までを見ると、①ニトリ、②ヤマダ電機、③日本電産、④久光製薬、⑤タムロン、⑥ユニ・チャーム、⑦ケーズ、⑧大東建託、⑨参天製薬、⑩ホンダとなっている。これらの企業は、過去20年の間に着実に利益を伸ばし、株主に報いた優良企業といっても良いであろう。

また、これら上位に位置する企業は、明確なビジョンや強い信念を持ち、一代で巨大企業に育て上げたオーナー経営者が率いる会社が多い点が指摘されている。かつてのパナソニック、ソニー、ホンダもそうであったことを考えると、これらの企業の成長が今後の日本経済を支えていくことになる可能性もあると考えて、おかしくはないかもしれない。11位以下には、キーエンス、コメリ、SMCなどが名を連ねている。これらの企業の経営者は、「株主に報いる一番の方法は株価を上げることであると」考えている点も指摘されている。日本独特のコーポレート・ガバナンスの制度から逸脱した、真のグローバル企業であると位置づけられる。ミクロ面では、これらの企業の成長、マクロ面では、デフレと円高について対策を打つことが日本経済活性化の条件であることは言及するまでもない。闇雲に消費増税を考える暇があるなら、デフレ脱却と円安への誘導対策について、政府・日銀は真剣に議論すべきである。株価の上昇、資産価格の上昇、緩やかなインフレの進行は、財政赤字の問題も解決させる。赤字の削減には歳入を増やすことに加えて、歳出を減らす方法を検討すべきであることを政府はきちんと認識すべきであろう。そのためには、国民年金の給付期間を有期（例えば5年程度）にし、無制限に年金を給付する現行の制度を改めるべきであろう。国民の投票によって国会議員が選出される現在の民主主義体制では、これらは実現困難であろう。しかし、日本の未来を明るくするため

には、国民の老後は自己責任でという考え方を徹底させる覚悟も必要であることは言及するまでもないと思われる。

## おわりに

本稿では、日本経済が抱える問題点を指摘し、今後の日本経済の見通しを行った。そして、日本経済の活性化には、日本の大企業および中小企業の経営戦略や経営に対する考え方が強く影響することを考察した。さらにこれまでの日本経済はグローバル経済の動向に強く影響してきたこと、日本のグローバル企業が日本の経済とは別の次元で成長してきたことを記述した。日本のグローバル企業の中でもガバナンスが良好で、経営者の企業経営に対する考えが真つ当であれば、日本の経済が低迷して、日本の株価が下落しても、直接的な影響を受ける度合いが少ないことを、幾つかの企業を例に挙げて紹介した。

そして、マクロ的には、財政赤字解決の手段としての消費増税は機能しない点、円高を調整するために積極的な金融緩和を実施し、そのために起こる毎年3%程度の緩やかなインフレを容認することなどを提案した。加えて、徹底した歳出の削減を実施すべきである点を強調し、年金問題を早期に解決するために国民年金を有期年金にする点を強調した。ただ、これらマクロ的な面からの解決は非常に困難であることは自明である。

日本経済が抱える構造的な問題を解決するのは非常に困難であり、政治主導で経済の活性化を望むにも無理があることは、上記提案の実施が非常に困難であることが物語っている。そのため、民間企業主導で日本経済の活性化を促すような政策が採られることが望まれる。大手製造業は、日本の法人税や人件費が高いことなどを理由に、安易に海外へ移転するようなことはせず、日本企業の業績の向上が日本の経済発展を後押ししているということを常に考えるべきであろう。その上で、日本の大企業の経営者が株価を高める努力を怠らない企業経営を行うようになれば、日本経済の明るい未来が見えて来るのかもしれない。

---

## 参考・引用文献

- 岩田一政（2010）『デフレとの闘い』、日本経済新聞出版社。
- 翁 百合（2010）『金融危機とブルードレンス政策』、日本経済新聞出版社。
- 加護野忠男、砂川伸幸、吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学～会社統治の新しいパラダイム～』、有斐閣。
- 菊地正俊（2011）『外国人投資家が日本株を買う条件』、日本経済出版社。
- 久保克行（2010）『コーポレート・ガバナンス ～経営者の交代と報酬はどうあるべきか～』、日本経済新聞出版社。
- 紺谷典子（2008）『平成経済20年史』、幻冬舎。
- 斎藤誠（2010）『競争の作法～いかに働き、投資するか～』、筑摩書房。
- 白川方明（2008）『現代の金融政策—理論と実際』、日本経済新聞出版社。
- 大和総研経済調査部編（2012）「消費税引き上げを巡る5つの論点」、『第172回日本経済予測（改定版）』、大和総研。

- 深尾京司 (2012) 『失われた20年と日本経済～構造的な原因と再生への原動力の解明～』、日本経済新聞出版社。
- 藤田勉・東條愛子、(2011) 「Corporate Securities Strategy」、『CITI』、2月26日号。
- 細野薫 (2010) 『金融危機のミクロ経済分析』東京大学出版会。
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券 (2011) 「2011～12年度 経済見通し」、景気循環研究所レポート、9月号。
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券編 (2012) 「金融・受給相場の色彩を強める日本株市場」、『藤戸レポート、Investment Research & Information』、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、3月12日号。
- 宮川憲央 (2012) 「2012・2013年 内外マクロ経済予測」、『みずほ証券リサーチ&コンサルティング』3月9日号。
- Gabaix, X and Landier, A (2008) 'Why has CEO Pay Increased So Much?', The Quarterly Journal of Economics, p49-p100, February.
- Gibson, Michael S. (1998) 'Big Bang' Deregulation and Japanese Corporate Governance: A survey of the Issues', FRB International Finance Discussion Paper, No. 624.