

氏名（本籍）	呉 皖蘇（中国）		
学位の種類	博士（経済学）		
学位番号	甲第 56 号		
学位授与年月日	令和 2 年 3 月 31 日		
学位授与の要件	久留米大学大学院学則第 14 条 1 項第 2 号による		
学位論文題目	アベノミクス下における金融および財務指標の変化		
論文審査委員会	主査	久留米大学教授	譚 康融
	副査	久留米大学教授	秋本 耕二
	副査	久留米大学客員教授	原田 康平

論文内容の要旨・要約

本研究の目的と基本的な視点

バブル崩壊以降，日本経済は「失われた 20 年」と呼ばれる長い低迷期に入った。1997 年に 534 兆円であった名目 GDP が更新されたのは 19 年後の 2016 年である。もちろん，この間，強力な財政政策が実施され，1994 年度末に 292 兆円であった政府債務残高は 10 年後の 2004 年度末に 782 兆円まで増えた。毎年，国内総生産の 1 割に相当する額が投入されたことになる。その後，投入ペースは低下したものの，2014 年度末に債務残高は 1,000 兆円を超えた。一方，日銀も 1995 年末に公定歩合を 0.5% まで引き下げ，1999 年には事実上のゼロ金利政策に突入した。

このように，経済・金融政策の教科書の枠を超えるほどの取組が進められたにもかかわらず，成長を回復させるには至らなかった。このような中でインフレターゲットを掲げて登場したアベノミクスは，少なくとも株価と雇用でかなり劇的な成果をもたらし，企業業績でも改善が見られた。しかしながら，インフレ目標はいまだ未達であり，所得や消費は増えず，アベノミクスの評価はいまださまざまに分かれている。

本論文は，このような状況を踏まえて，アベノミクスの成果の本丸とされる株価と企業業績の内実を明らかにすることを目的としている。遠くない将来に起こり得るアベノミクスの反動に際しても，有益な知見を

提供するはずである。

本研究の内容

本論文では、2013 年 1 月に「3 本の矢」構想を掲げて始められたアベノミクスについて、政策決定に至った背景から、開始後のさまざまな経済と金融に関わる指標、さらに東証 1 部上場企業の財務内容の変化までを実証的に分析し、具体的にアベノミクスがどのような成果をもたらしたのかを定量的に検証している。

「第 1 章 『失われた 20 年』からアベノミクスへ」では、プラザ合意を契機として始まったバブル経済とその崩壊、さらに「失われた 20 年」へと至った日本経済の歩みを実証的にたどり、以下の点を指摘している。

- ✧ 1980 年代後半、大幅な金融緩和のもとでバブルが進行、銀行の貸出が大きく増えた
- ✧ 1990 年代に入ってバブルが崩壊し、経済成長率は低下、商品販売額や製造品出荷額なども減少トレンドに入った
- ✧ 最終的にはゼロ金利に至る徹底した金融政策、債務残高が 10 年で 500 兆円も増える大規模な財政政策が実施されたが、GDP 成長は回復しなかった
- ✧ 失われた 20 年の前半は、遅れた不良債権処理なども一因とされたが、2000 年代に入っても低成長は回復しなかった
- ✧ この間に人口減少や脱工業化が進行し、これも成長を下押しした可能性がある
- ✧ このような中、第 2 次安倍内閣が誕生し、アベノミクスへの取り組みが始まった

アベノミクスが始まるまでの経緯を辿ると、まず 2012 年 11 月の総選挙に際して、自民党は「デフレ・円高からの脱却」を掲げて成長戦略を打ち出した。2013 年 1 月には 3 本の矢構想を発表し、1 月 21 日に日銀との共同声明という形で「2%のインフレ目標」を宣言し、4 月 4 日に日銀はいわゆる異次元の金融緩和を決定した。

「第 2 章 アベノミクス下の経済の変化」では、アベノミクス開始後

の日本経済の変化をさまざまな指標について検証し、次のことを指摘している。

- ✧ 2013 年 4 月の異次元金融緩和開始後から、目標通りマネタリーベースは年 70 兆円、2014 年 10 月からは年 80 兆円のペースで引き上げられた
- ✧ ただし、マネースtock M3 は 2 年で 68 兆円の増加にとどまった
- ✧ 日銀のバランスシートは、2 年で国債が 146 兆円増えた一方、当座預金が 144 兆円増え、国債を買い取った代金はそのまま当座預金に回った
- ✧ 銀行の保有国債は減り、日銀預け金が大きく膨らみ、貸付金の増加は 35 兆円にとどまった
- ✧ 2 年間で年に 2% のインフレという目標は未達となり、マイナス金利が導入されたが、インフレ率は上がらなかった
- ✧ 2017 年の後半から日銀の国債買入れのペースは大きくダウンしており、異次元緩和自体が収束に向かいつつある
- ✧ 異次元緩和にいち早く反応したのがドル円レートで、2 年で 1 ドル 80 円から 120 円まで円安が進んだ
- ✧ これを好感して、1 万円前後であった日経平均も 2 万円台まで急騰した
- ✧ 2013 年から 2018 年までの実質 GDP 成長率は 1.14% まで上がったが、最大の寄与は企業設備投資で、民間消費の寄与は 0.26% にとどまった
- ✧ 産業別では円安の追い風を受けた製造業が 0.40% の寄与となった
- ✧ 景気動向指数の比較検証では、売上、利益、所得、雇用などすべてが改善し、「経済の拡大」そのものといえたバブル期と金融バブル期に比べて、アベノミクス期は株高などを背景に期待が先行した実態の薄い回復の可能性が高い

「第 3 章 アベノミクス下の企業財務の変化」では、東証 1 部上場企業のうち 2003 年度から 2017 年度までの連結（単体のみの場合は単体）の財務データが入手できた 1500 社を対象として、各項目の推移について分析を行っている。主だった結果は次のとおりである。

- ✧ 1550 社のアベノミクス期における売上高，純資産，従業者数の伸びは金融バブル期に及ばなかったが，純利益は上回った
- ✧ 純利益が伸びたことから，売上高利益率，総資産利益率ともアベノミクス期の方が高くなった
- ✧ アベノミクス期において負債比率は一貫して下がっているが，総資産回転率も下がっている
- ✧ 業種別に見ると，アベノミクス期の売上高が金融バブル期を上回ったのは建設・資材と情報通信だけである
- ✧ 経常利益は食品，建設・資材，素材・化学，自動車・輸送機，電機・精密，情報通信，金融（除く銀行）がアベノミクス期で伸びており，鉄鋼・非鉄，機械，運輸・物流，商社・卸売，銀行などで伸びが大きく落ちている
- ✧ 従業者数は食品，建設・資材，情報通信等，不動産などの伸び率が増えているのに対して，医薬品，電力・ガスは増えず，自動車・輸送機，鉄鋼・非鉄，電機・精密，商社・卸売などは伸びが逆に低下している
- ✧ 金融バブル期については，強弱の差はあるものの，ほぼすべての指標間に正の相関が認められる
- ✧ アベノミクス期において，規模の拡大はバランスシートや従業者数を拡大させるが，利益増とは必ずしも結びついていない
- ✧ 利益増が内部留保を増やす一方，規模の拡大はマイナス要因となっている
- ✧ 結論として，アベノミクス期において，規模の拡大と利益の拡大の間が一致していない

「第 4 章 アベノミクス下における株価と財務指標の推移」では，株価の変化と財務指標との関連について実証分析を行っている。対象は，前章と同じく総合企業情報データベース EOL に収録されている東証一部上場企業であるが，2000 年代には株式分割・併合を繰り返した企業が少なからずあり，その情報を正確かつ網羅的に収集することが難しかったことから，ここでは 2012 年以降の株式分割・併合の調整が行えた 1,825 社を対象としている。このうち，2012 年以降の財務データがそろ

っているのは 1441 社で、項目によってデータに欠損がある。なお、株式分割・併合があることから、ここでは時価総額と債務指標の推移について業種別の分析を行い、次のような結果を得ている。

- ☆ 2012 年と 2017 年を比較すると、売上高は 1.24 倍、経常利益は 1.70 倍、資産は 1.31 倍、負債は 1.28 倍、純資産は 1.41 倍増え、時価総額は 1.76 倍増えた
- ☆ 変数減少法による重回帰分析の結果、時価総額と関わる指標として、7 項目が抽出され、次の回帰式が得られた。

$$\begin{aligned} \text{時価総額対数比} = & 0.841 \times \text{売上高対数比} + 0.242 \times \text{流動資産対数比} \\ & + 2.369 \times \text{売上高経常利益率増減} - 2.07 \times \text{売上高利益率増減} \\ & + 2.431 \times \text{総資産利益率増減} - 0.526 \times \text{総資産回転率} \\ & - 1.139 \times \text{負債比率} + 0.322 \\ & (\text{決定係数 } 0.41, \text{ 危険率 } 0.1\% \text{ 以下で有意}) \end{aligned}$$

- ☆ また、業種をダミー変数として入れることで、その影響を調整した回帰式は次のようになった。

$$\begin{aligned} \text{時価総額対数比} = & 0.746 \times \text{売上高対数比} + 0.052 \times \text{流動比率増減} \\ & + 2.552 \times \text{売上高経常利益率増減} - 1.776 \times \text{売上高利益率増減} \\ & + 2.151 \times \text{総資産利益率増減} - 0.422 \times \text{総資産回転率} \\ & - 1.371 \times \text{負債比率} + 0.282 \times \text{流動負債対数比} + 0.322 \\ & (\text{決定係数 } 0.48, \text{ 危険率 } 0.1\% \text{ 以下で有意}) \end{aligned}$$

「第 5 章 議論」の「5.1 アベノミクス下で起こったこと」では、まず、日銀による異次元金融緩和によってただちに円安と株高が進行し、特効薬ともいえる反応を示したが、日銀による国債買入れの代金はほとんどが日銀口座に残され、マネーストックはほとんど増えていないことから、「はしたない通貨安政策」「歪んだ饗宴」と非難されても仕方ない状況であったことを指摘している。さらに、雇用は拡大したものの、所得の上昇や生産・販売の拡大もきわめて限定的である実態を明らかにしている。

また、金融バブル期には、売上や資産、負債、従業者数など規模の拡大がそのまま利益の拡大に結び付く傾向にあったのに対して、アベノミクス期は規模の拡大が必ずしも利益の拡大に結び付いていないことから、株価の上昇と財務指標との関係も複雑に入り組んだ様相を見せた点を指摘している。言い換えるなら、アベノミクス期における「金融緩和宣言→インフレ期待→円安→株高→企業業績改善」には、「期待して拡大したものの、必ずしもうまくはいかなかった」という部分も少なからず含まれている可能性がある。企業の設備投資や消費者態度指数は上昇した一方で、実体的な生産指数や出荷指数、商業販売額、消費支出などは総体として増えていないことが、「企業改善→賃金増加→物価上昇」に至らなかった一因である可能性を示した。

「5.2 企業価値と株価について」では、株価と財務の関係について簡単な考察を試みているが、そもそも企業価値の算定自体が「10人のプロがやるとみな違う」といわれるほどのあいまいさをもつことから、踏み込んだ議論には至っていない。時価総額との関連因子には当然ながら純資産に関わる項目も含まれているが、その上でなおかつ7項目あるいは8項目がそれぞれに有意な情報を持つという結果は、市場における株価の決定プロセスの錯綜ぶりを示すものであり、1500社の6年程度のデータで解き明かすのは難しいように思われる。

「おわりに」では、様々な指標から、売上、利益、所得、雇用などすべてが改善し、「経済の拡大」そのもののいえたバブル期と金融バブル期に比べて、アベノミクス期は株高などを背景に期待が先行した実体の薄い回復であることを指摘した上で、実際の企業財務の変化においても、規模と質の変化が必ずしも整合していないことを膨大なデータから明らかにし、これらが財務指標と株価の錯綜した関係をもたらしている可能性を指摘している。残念ながら、企業価値と株価の関係について注目できる知見までには至っていないものの、アベノミクスというかなり極端な政策の下で生じたいびつな財務内容と株価の動きは、なお興味深いテーマであることを示している。

本研究における社会的意義

アベノミクスについては、株高や雇用の改善というかなり直接的な成

果から、「結果良ければすべて良し」的な見方も見られるが、積み上がる一方の政府債務と出口が見えないまま肥大化した日銀のバランスシートは、政策自体が当初から孕んでいた危うさを示している。本研究が明らかにした「量と質が必ずしも整合していない企業財務の歪さ」と「財務指標と株価の錯綜した関係」は、その危うさの具体的な一端を冷静に捉えたものといえる。

アベノミクスの出口を考える上でも、貴重な知見というべきであり、労作と評価できる。

論文審査の要旨

本論文は、アベノミクス下における上場企業の財務指標の変化について、規模の拡大と利益増が必ずしも結びついていないことから、株価と財務指標の関係がきわめて錯綜していることを示し、インフレ期待に牽引された景況のいびつな一面を明らかにしている。

「失われた 20 年」に対して、1995 年から 2005 年までの 10 年間だけ見ても政府債務残高が 501 兆円も増加する強力な財政政策と、1999 年以降、実質的なゼロ金利という徹底した金融政策が続けられてきたにもかかわらず、名目 GDP のマイナス成長は解消されなかった。アベノミクスは、このような手詰まり感のもとで開始された政策であり、それだけに、その効果については十分な精査が不可欠であるとの立場から、本論文は、アベノミクスの成果を象徴する株価の上昇に注目して、2017 年までの経済、金融および上場企業の財務指標との関係を実証的に分析したものである。

本論文は 5 つの章で構成されている。

第 1 章では、1980 年代のバブル経済からバブル崩壊後の「失われた 20 年」に至るまでの経済と金融の推移をかなり克明に辿り、第 2 次安倍内閣の誕生とアベノミクス開始の経緯を整理している。一般にバブル崩壊後の「失われた 10 年」については不良債権処理問題として語られることが多いが、本論文では、1990 年代から本格化した脱工業化、1995 年から始まった生産年齢人口の減少と、それと並行する形で進んだ製造品出荷額や商品販売額の減少まで踏み込んで、規模の縮小と産業構造変化に一因を求めている。それは 2000 年代に入っても変わらず、強力な財政政策と金融政策をもってしても克服できなかった「失われた 20 年」の一面に迫っている。

第 2 章では、アベノミクス開始後の経済・金融の変化をさまざまな指標に基づいて実証的に総括している。すなわち、日銀の保有国債、マネタリーベースともに大きく膨れた一方で、マネーストックと銀行貸出の増加はそれに及んでいないこと、GDP 成長率は上昇したものの、設備投資主導で消費の伸びは小さいこと、有効求人倍率、失業率ともに改善されたが、所得、消費、商品販売額のいずれも伸びていないことを明らかにして、好景気が必ずしも実を伴っていない実情を指摘している。また、象徴的な成果とされる株価については、少なくとも 2016 年までほぼドル円レートと密

接に相関し、株価上昇が円安を背景とした輸出とインフレ期待に依存した思惑先行に過ぎない可能性を指摘している。

第3章では、東証1部上場の1500社の連結財務について、2003年度から2007年度までの金融バブル期と2012年度から2017年度までのアベノミクス期の比較を中心として、財務指標の変化を分析している。一般に売上高の増加は資産や負債など規模の増加を伴うが、ここでは規模の拡大と利益増加などの関係が金融バブル期とアベノミクス期、さらには業種によって異なっていることを明らかにしている。業種ごとに求めた各指標の平均伸び率の相関分析では、金融バブル期にはほぼすべての組合せで正の相関が認められている。たとえば売上高と経常利益、純資産、従業員数はいずれも強い正相関を示し、経常利益と従業員数、経常利益と負債でも正相関となって、すべてが拡大を示している。一方、アベノミクス期では、売上高と従業員の相関係数は0.67であるが、売上高と経常利益は0.05、経常利益と従業員数、経常利益と負債ではマイナス相関となっている。つまり、増収が必ずしも増益につながらず、増益が従業員増と結びつかず、むしろ負債圧縮に向かう傾向を指摘している。

第4章では、同じく東証1部上場の1822社について、2012年度から2017年度までの財務指標と時価総額の関係が検証されている。この間、時価総額は345兆円から607兆円まで1.76倍増えており、この伸び率に対する相関は、純資産0.52、売上高0.49、総資産0.49、従業員数0.30、総資産利益率0.27など、いずれもそれほど強くないことを明らかにしている。さらに、業種をダミー変数として、時価総額の伸び率に対する各項目の係わりを変数減少型の重回帰分析によって検証し、最終的に関連項目として売上高対数比、流動比率増減、売上高経常利益率増減、総資産利益率増減、流動負債対数比、売上高利益率増減、総資産回転率および負債比率を得ている。このように互いに相関する項目が重複して抽出されるという結果は、株価と企業業績の係わりがきわめて錯綜していることを示すものと結論づけている。

第5章では、関連する研究や議論をまとめた上で、本研究の総括と議論を行っている。2013年の異次元金融緩和宣言から、最初に起こった反応は密接にリンクした円安と株高であり、その後に企業業績の上昇や雇用改善が続いた。この流れは、軽部謙介が「リフレ派が安倍首相に信じ込ませた」と主張する「金融緩和→円安→株高→企業利益改善→賃金増加→物価上昇」

というロジックに沿っているように見える。しかしながら、本研究では、金融バブル期にドル円レートと日経平均はまったく相関せず、リーマンショック時には「株価下落→円高」であったことをデータから示し、「円安→株高」が根拠を持たないこと、「株高→企業利益改善」も順序が逆転していること、円安・株高が現実には何も始まっていない 2012 年 10 月から起こったことを指摘した上で、アベノミクスの成果はインフレ期待に支えられた投資先行型の好況であると結論付けている。

呉皖蘇氏の論文は、企業財務のデータも用いた上で、アベノミクス下での経済・金融の変化を論じたものであり、経済学の計量分析の分野に位置づけられる。

「株価は企業の通信簿」とも称されるように、株価は企業の業績と経済のファンダメンタルズによって決まるものと考えられている。しかしながら、アベノミクス下における日経平均の上昇は実体経済に先行する形で始まり、その後に企業業績や雇用の改善が後追いする形で進んだ。「人気投票」ともいわれる株価の一面ともいえる。本研究の目的は、アベノミクスというきわめて特異な状況下において、株価と金融指標や企業業績がどのように関わりながら推移したのかを明らかにすることにある。

本論文では、第 1 章において、強力な財政政策と金融政策をもってしても解消できなかった「失われた 20 年」という現実を克明に描き、第 2 章においては、インフレ宣言という、いわばアナウンス効果に近い段階から為替レートと株価が素早く反応し、その後に雇用などが後追いしていった経緯を辿っている。第 3 章では、1500 社の企業業績について金融バブル期とアベノミクス期の比較を中心とした分析を行い、増収が必ずしも増益に結び付いていないアベノミクス期の特徴の一端を指摘している。さらに、第 4 章では、株価の変化と企業業績との関係についてかなり細かい分析を行い、両者の関係がかなり錯綜している実態を明らかにしている。分析手法などについて不足感は拭えないが、膨大な経済・金融データの収集・整理から 2000 社以上の株価や財務データのスクリーニングまで緻密な作業が積み重ねられており、その上で、アベノミクスという政策の実の薄さがある程度まで実証した内容は、博士課程 3 年間の成果として十分に評価できるものと考えられ、これからのさらなる研究の積み重ねが期待される。

本研究の核心部分はすでに学会で発表され、査読論文としても採択されている。これからも研究活動を続けることで、さらなる活躍が期待される。

審査結果の要旨

令和元年（2019年）12月20日（金曜日）午後18時00分から午後19時00分まで久留米大学御井学舎第3会議室において開催された口頭試問および審査委員会により，吳皖蘇氏の論文が博士（経済学）の学位に値する研究であることを審査委員会は全員一致で確認した。