

意見メモ

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

資産デフレの原因

しばしばデフレと一口で言われるが、一般物価（フロー）の動向と資産価格（ストック）の動向とは区別して考える必要がある。前者は緩やかな低下傾向を示しているのみであるのに対して、後者は著しい下落となっている。

- この点については、植田和男「日本の『デフレーション』と政策対応」が参考になる。

http://www.boj.or.jp/press/03/press_f.htm

日本経済が資本移動が自由なオープン・エコノミーで、長期的に日本の実質金利のみが割高な状態が続くものではあり得ないとすると、こうしたフローの価格とストックの価格の対照的な動きは、実質経済成長率の予想値の下落が起きていることを含意している。

予想実質経済成長率が下方修正されていることは、最近の内閣府経済社会総合研究所の「平成14年度企業行動に関するアンケート調査」によっても裏付けられている。

<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/h14ank/main.html>

「企業が予想する実質経済成長率は、単年度の見通しで0.3%、今後3年間（平成15～17年度）では0.7%（年度平均）、今後5年間（平成15～19年度）では1.0%（年度平均）となった。」

逆にいうと、資産価格の下落を止めるためには、将来の実質経済成長率に関する期待が改善することが必要である。真の意味でデフレ対策であるためには、このことに効果的であると考えられるものでなければならない。

資産価格の性質（将来期待を大いに反映する）を適切に理解することが不可欠。

とくに株価について

株価が低いというときに、発行企業の価値（ファンダメンタルズ）に比べて低いというのか、発行企業の価値の低下を反映して低いとっているのか。この点の区別もきわめて重要で、この点を曖昧にしたままでの議論は真っ当なものとはいえない。

前者であれば、株価形成が情報効率的ではないということになり、株式市場の情報効率性を高めることが必要だということになる。そのためには、より多くの情報を投資家に提供することが望まれる。情報提供を制限することは、逆効果になるはずである。

元々割高であった資産価格の訂正プロセスで、undershooting が起こっている可能性も否定できないが、会計ルールの変更がその是正に寄与するという論拠は見いだしがたい。

後者であれば、企業価値の向上を図ることが王道だというしかない。発行企業の価値を超えて株価だけが上昇することを望むのは、バブルを欲することではない。

時価会計が常にいいのか

経済学者は時価会計こそ望ましいと思っているという誤解がある。

投資家の観点からは、会計情報は 企業価値の評価と 経営者に対する規律付けに際して用いられる。後者の目的のためには、経営者の裁量の及ぶ（制御できる）要因による資産価値の変動は反映されることが望ましいが、経営者のコントロールが及ばない要因（外生的ノイズ）による資産価値の変動はむしろ除去された方がよい。

例えば、銀行の場合に、自己資本比率の低下が経営者の努力不足によるものである場合には、それを認識し、早期是正措置を発動することが望ましい。しかし、銀行経営者の裁量を超えたマクロ経済的要因によって自己資本比率の低下がもたらされたのであれば、それを認識し、経営者にペナルティを与えるのが望ましいとはいえない。

会計上の利益の大きさや自己資本比率の値は、経営者の更迭や株主から債権者への支配権の移行など、コントロール権の配分に変更をもたらすものとなり得る。外生的ノイズによってコントロール権の移動が起き得ることが、効率的であるとは考えられない。

したがって、純然たるマクロ経済的要因の影響については、平準化する措置を考えることに意義がある。ただし、その場合も、 の目的とのトレード・オフを考慮しなければならない。また、現下の資産価格の動向が循環的な（mean-reversing）なものであるという見方に対しては、強い異論も存在しよう。

以上。