

ピケティを読んで投信を買おう

神 山 直 樹 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

ピケティの r とは何か

ピケティ [2014] の $r > g$ という不等式は大変有名になり、格差についての多くの意見が既に表示されている。しかし、証券投資の観点からの解釈はまだ十分ではないように思われる。当ジャーナルの読者であれば、 r と g という文字を見てアナリスト試験に出題される配当割引モデルを思い浮かべるに違いない。 $r > g$ を企業評価に置き換えれば、企業利益の成長率よりも要求利回りが高いと読むことができる。無限期間の一定成長を仮定するもっとも単純なモデル (株価 = 配当 / ($r - g$)) において、 $r > g$ は意味のある解を得るために必要だ。ピケティの r は、近現代の分析では株価を含めた投資成果とされており、ファイナンスで考える要求利回りや期待リターンと遠い世界を描いているわけではない (例えばフランスの資本の変質について、ピケティ [2014] (以下、同書) p.124)。また、ピケティの g は雇用者報酬 $\div$ GDP の平均成長率だが、通常配当や企業利益成長率よりも低いと想定されるので、いずれにせよ $r > g$ が資本主義を壊すと言われると困る。

さて、ピケティは、 r (資本の収益率) を「レント」だと言う。このレントは一般に使われる「市場における不完全性」や「不当な所得」としてのレントを意味しているのではない (同書 p.439)。

原義 (地代あるいは家賃) に近く、労働をせずに消費ができるような所有権に基づく収入つまり不労所得だとする (同書 p.439 ~ p.440)。労働なく消費できる権利が多くの場合相続されるため、格差の拡大 (世襲資本主義) が起きてしまう。地代は、古典派経済学等では賃金、利潤とならぶ所得のカテゴリーだったが、地代を得る社会階級は地主階級で、賃金を得る労働者階級、利潤を得る資本家階級と並置された (中山 [2015])。

さらにピケティは、 r はリスクの報酬であるとは言にくい、という重大な指摘をした。アニマル・スピリットは起業精神がある「はじめのうち」に存在する。しかし十分に蓄積されると「レント」となる (同書 p.122)。つまり、 r にリスクの報酬があるとしてもごくわずかで、働かずに収入を得る権利に堕してしまい、アニマル・スピリットの成果の分配であるとは考えにくいとする。さらに、彼は r とは複雑だとして、例えば技術革新の利得を含むという。労働投入の代替として資本がロボットに投入されれば、本来 g として雇用者報酬になるべきであった利得が資本の取り分 (r) になってしまう。

ここでピケティは歴史的に資本の労働に対する代替率がおおむねいつも高いと指摘した。現実にはオフィスで一人3台もPCを使うから効率が上