

[論文]

日本企業の低収益と低株式リターン

— 株主還元の意味を問い直す —

“What causes Japanese Companies’ low profitability ?”

玉山和夫

要 旨

本稿では、日本の企業の低収益性に改めて焦点をあてて、その原因をマクロ的・社会心理学的=行動経済学的に指摘する。そもそも投資家は、自身への分け前の原資たる純資産（一株当純資産：BPS）の増大をもって株主への最大の見返りと判断するはずである。もう一步踏み込めば、配当で支払われた分も含めたもとの純資産（配当内部留保 BPS）の増大が望ましい。日本の BPS は 1955 年を 1 とすると 2013 年には 14.49 にしかになっていない。配当内部留保 BPS でも 40.59 である。この間名目 GDP は 1 から 57.37 に増大していたのに、である。アメリカではこれらは、26.41, 79.06, 39.10 であった。アメリカでは名目 GDP の伸びよりも、配当内部留保 BPS の伸びが大きいのである。一方、株式リターンは日米ともに配当内部留保 BPS の増加と整合的である。昨今日本でも話題になっている株主還元とは、煎じ詰めれば株式リターンの向上である。であるからには戦術的な手段を議論する以前に、総合的な純資産である配当内部留保 BPS の増大を図ることが、株主への正しい報い方ということである。実際株主還元と言及する論者たちも、配当の増加や自社株買いといった狭義の株主還元に解を求めることには批判的である。かといって株主に報いるためには何が必要であるかということについては、「しっかり儲けましょう」と言う以外具体的な話はあまり聞かない。

本稿では日本の BPS および配当内部留保 BPS が、経済の全般的な成果に比しても極めて貧弱であることの要因を、日本の低い資本分配率、高すぎる設備投資、それに伴う資本市場から過剰調達に求める。経営の安定の名のもとに、リスクを取った経営よりは既存事業の存続のために過大な投資を続け、そのつけを資本市場に負わせてきたのである。また、日本の投資家もリスクを取ることを嫌い、こうした「安定経営」に資金をつぎ込んできたのである。しかもこの状況は日本の社会心理学的構造に由来していると思われる以上、その転換は難しいが、結局はグローバルな株主から信頼される企業と、そうでない企業の二極化が進むことになるだろう。

1. 先行研究と本稿のスタンス

本稿の分析は、以下のような先行する著作に触発されてなされた。これらが指摘・言及した事柄を、1955 年を起点 (=1) として現在の数値を算出することで確認し、日本企業の低収益性、日本の株式の低リターンの要因を改めて明確に論じたい。

日本企業の低収益性に改めて気づかせてくれたのが、三品 2004・三品 2009 である。三品 2004・三品 2009 は、それまで日本企業的美徳とされてきた「カイゼン」にこそ、低収益の原因があるとした。「カイゼン」により事業の新陳代謝が進まないのである。いうなれば、「カイゼン」は「戦術」に過ぎない。要

は日本企業の利益率の低さを、その経営「戦略」の不毛さに帰したのである。なかでも製造業の営業利益率の長期低下傾向は顕著である。米国では産業分類をまたぐ業種転換が活発に行われているが、日本ではわずかである。業種転換後の利益率は全体の平均を上回るのに、である。また、米国では拡大を続けている産業からの転出が目立つが、日本では拡大している産業に転入してくるのが一番目立つ。つまり日本の企業は戦略的にリスクを取ってはいないのである。

伊丹 2006 からは、日本の資本効率の悪さについて、考えるきっかけを提供された。伊丹 2006 によればアメリカの株式市場は、「上場しているトップ企業

にとって『株式市場』は資金調達の間ではなく、むしろ『資金返還と M&A の場』として機能するようになってきたのではなからうか。」そして日本については、「株式発行による資金調達はこれまで一度もマイナスに転じたことはなく、株式市場は継続的に『資金調達の間』として機能しているのである。」と。結局日本では資本係数が高いので、効率が悪く、さらに設備投資をしなければならないという悪循環ともいえる状況なのであろう。

伊丹 2006 では、日本企業の利益率は低いが経営は安定しているとした。このことにつき、中野 2009 はリスクを調整した後の ROE（標準偏差で除した ROE）では、日本企業はむしろ世界的にも高いと指摘している。また不安定な経営を続けるアメリカ企業について中野 2009 は、「なぜ、米国ではこのような現象（長期間の赤字企業の存在）が持続するのだろうか。答えは『赤字が続いても、資金を提供してくれる投資家が存在するから』である。」と見ている。

日本の設備等の資本が米国に比べて相当に大きいことを比較数値で理解させてくれたのは、深尾 2012 である。日本の資本係数は 2000 年代末で 3.5 近辺であるのに対し、アメリカのそれは 2.0 ほどである。これだけの資本設備を維持するために、株式市場は資金を供給してきたのである。しかも、日本の資本の粗収益率は低迷している。

久保 2011 によれば、外国人持ち株比率が高く取締役会改革を行った企業では、業績不振時に配当も雇用も減らす傾向が顕著である。つまり株主利害に敏感ということである。先の中野 2009 との関係で考えると、株主が赤字でも株式を保有してくれるのは自らの損失に対して、企業がコストを削減することで応えていくからだろうか。

以上の日本企業と日本の株式市場に見られる安定志向、その表れとしての過大な設備、それに応える日本の投資家、といった特徴（アメリカとの違い）については、山岸 1998 が言う「安心社会（日本）」と「信頼社会（アメリカ）」という社会心理学の知見が貴重な示唆を与えてくれた。山岸 1998 によれば、日本は内輪のなかでの安心を求める社会であり、アメリカは外部との間に信頼を築こうとする社会である。これを、筆者（玉山）は次のように解釈する。日本企業の安定経営志向は、安心社会を反映している。その安定経営を達成するために安心できるほどの過剰な設備を持ちたがる。投資家もそうした安心を得るためにこの過大な資金要請に応えてきた。低い企業利益水準もそれがもたらす低い株式リターンも、この安心を得る対価であった。

ではこの安心社会はこれからどうなるのだろうか。その答えは、林・櫻庭 2002 にあるように思える。林・櫻庭 2002 は、人情を重んじる日本人像が 1953 年から 1998 年まで全く変化していないとの調査結果をしめしている。身内の安心社会は、これからも変わらないと見たほうが良い。

2. 本稿の展開

つぎの 3. では、使用するデータを紹介する。

しかる後に、4. で日本企業の低収益およびその帰結としての株式リターンの低さに言及する。

まず、4.1 で株式投資価値の基本である BPS と配当内部留保 BPS の推移を、日米で比較してみる。少なくとも 1980 年代までは対米比較で相当に高い GDP 成長を示した日本経済の姿はそこには無い。1990 年以降のいわゆる失われた 20 年については、言うまでもなく、アメリカの BPS 配当内部留保 BPS が絶対的にも相対的にも高い伸びを示している。

続く 4.2 では、BPS および配当内部留保 BPS と株価・株式リターンの関係を見る。株式リターンは日米ともに、配当内部留保 BPS の伸びと整合的である。つまり、株式の投資収益は配当前の純資産という株主にとっての最終的な持ち分を増加させない限り、その向上はないという至って当たり前の事実が浮かび上がる。

では何故日本の BPS の伸びは低いのか。4.3 では、国民経済計算 (SNA) から、資本への分配である営業余剰が日本では相対的に低いことに注目する。ここからは、雇用者報酬と固定資本減耗に営業余剰が圧迫されている姿が見える。日本企業は純利益を伸ばすことよりも、これを圧縮しキャッシュ・フローの極大化を図ってきたのであろう。

さらに言えば、営業余剰の伸びに比して BPS の伸びが低すぎる。これを考える参考として、4.4 に株式時価総額の伸びが TOPIX のそれをはるかに上回っている事を示す。TOPIX および(それを当時の PBR = 株価純資産倍率で割った) BPS は新規上場・上場廃止・増資・減資・自己株式消却などの資本増減を、基準時価の修正または株数の調整などで中立化するよう修正されている。人々の資金は、日本企業の旺盛な資本要求に大半が飲み込まれてしまった。要は、株式市場は企業の資金需要に応えたが、企業は投資家に報いることは少なかったのである。当の投資家（主に日本の金融機関や非金融法人）もそれに不満を示すことは少なかった。

5. では、以上で述べた日本企業の低収益と株式の

低リターンをの要因を、日本の社会構造そのものに探し求めてみる。結論から言えば、日本の企業も日本の投資家も山岸 1998 の言う「安心社会」に生きてきたのだ。そして、その安心社会を支える日本人の心は 1953 年から 1998 年まで全く変わっていなかった(林・櫻庭 2002)。たぶんこれからも安心社会は変わらない。ただし、株主の大半が日本人でない企業においては、もはや「安心」は「売り物」にはならない。日本の株式市場における二極化は、実は「安心」を選択するか、「信頼」を選択するかによって形成されている。

最後に 6. で全体を短くまとめる。

またその後「補足」として、土地の含み益が日本の株価に与えた影響を「安心」の視点から見直してみる。

3. 使用データおよび数値の算出方法

3.1 使用データ

- ・日本の BPS および配当内部留保 BPS, TOPIX および TOPIX リターン, 東証 1 部時価総額:
日興リサーチ・センター「投資月報」各号,
野村総合研究所「証券統計要覧」各号,
Bloomberg, Global Financial Data,
日本経済新聞, 日本取引所グループ Web Site
- ・アメリカの BPS および配当内部留保 BPS, S&P 500 および S&P 500 リターン, アメリカ株式時価総額:
野村総合研究所「証券統計要覧」各号,
FRB Flow of Funds “Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business”,
Robert Shiller Web Site,
World Federation of Exchanges
- ・日本およびアメリカの資産時価評価 BPS, 所得分配:
国民経済計算年報, 法人企業統計,
National Income and Products Accounts,
FRB Flow of Funds

3.2 数値の算出方法

BPS は株価指数を当時の平均 PBR (株価純資産倍率) で割った。

配当内部留保 BPS は配当の年平均値を BPS に再投資することとして計算した。

日本の時価ベースの BPS は、国民経済計算と法人企業統計の差を評価益として BPS に加えた。ただし、バランス・シートの大きさは現預金額を等し

くするように調整した。

アメリカの時価ベース BPS は、Flow of Funds に時価と簿価が載っているのので、それを採用した。

なお、特に断らないかぎり玉山作成の数値は全て 1955 年を 1 として 2013 年までの推移を示した。同じく、玉山作成の数値は、年平均値である。

また、数値は全て現地通貨建てである。

4. 日本企業の低収益と低株式リターン

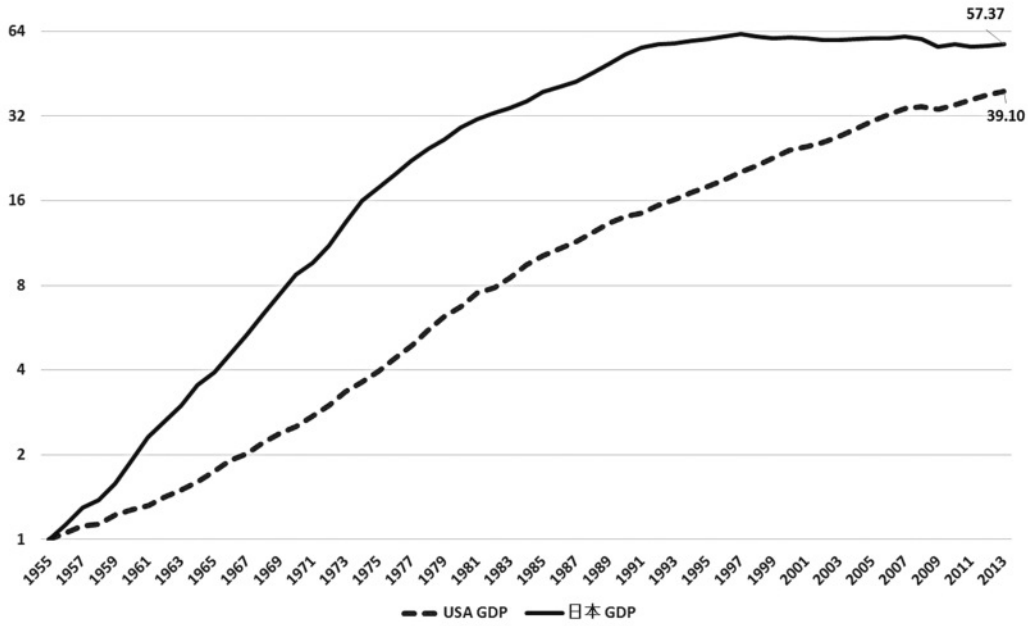
4.1 あまりにも低い日本の BPS 伸び率

図表 1 から 3 に、日米名目 GDP, 日米 BPS, 日米配当内部留保 BPS, それぞれの推移を載せた。1955 年を 1 として、日本の GDP は 57.37 まで伸びたが、BPS は 14.49, 配当内部留保 BPS でも 40.59 でしかない。一方アメリカでは、GDP が 37.73 でしかないのにもかかわらず、BPS は 26.41, 配当内部留保 BPS に至っては GDP を超えた 79.06 にまで伸びたのである。もちろん、GDP はフローであり BPS はストックの概念であるからには、単純に比較はできない。しかしながら、この比較を日米間で見ることによって、やはり日本の BPS の相対的な低成長が際立ってくる。この違いはどこから来るのか。この日本の低い BPS・配当内部留保 BPS の伸びの背景は何なのか。これらの数値を算出したことで、改めて日本企業の低収益性を考えざるを得なくなった。

4.2 株式リターンと配当内部留保 BPS

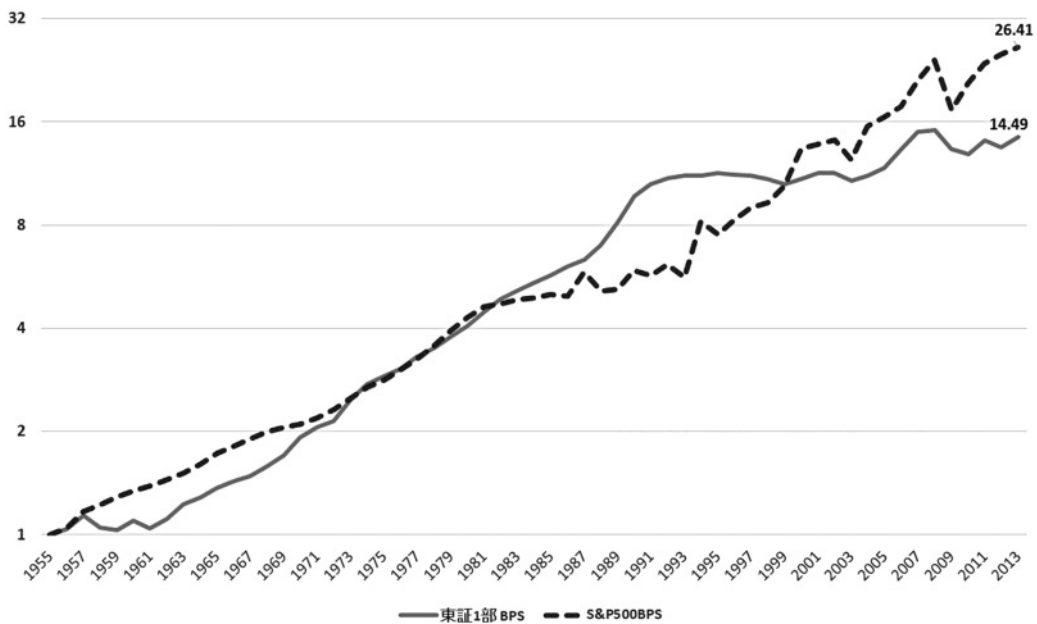
図表 4・5 に日米の配当内部留保 BPS と株式リターンを示す。2013 年には TOPIX は 143.13, S&P 500 は 251.10 となった。それぞれ 2013 年の配当内部留保 BPS に対して、3.53 倍と 3.18 倍である。この格差は複利年率にすると、0.18% というわずかなものである。長期的には日米ともに、配当内部留保 BPS にたいする株式リターンの感応度はほぼ同等だったといえる。株主に報いるには、配当内部留保 BPS を増加させることである。ところで、日本で言うところの株主還元には、配当と自社株買いがある。自社株買いおよびその消却は BPS にはニュートラルであるから、BPS と配当内部留保 BPS の差は配当である。ここで日米の BPS と配当内部留保 BPS の 2013 年時点での数値を比較してみよう。日本では BPS が 14.49 に対して配当内部留保 BPS は 40.59 であり、後者が前者の 2.8 倍である。一方アメリカでは BPS が 26.41, 配当内部留保 BPS が 79.06 で、その倍率は 2.99 である。58 年の長期でこ

図表1 日米の GDP 推移



国民経済計算確報, National income and Products Accounts より玉山和夫作成

図表2 日米 BPS 推移



東証一部 BPS：日興リサーチ・センター「投資月報」, 野村総合研究所「証券統計要覧」, Bloomberg, Global Financial Data, 日本経済新聞より玉山和夫作成
 S&P 500 BPS：Bloomberg, 野村総合研究所「証券統計要覧」, FRB Flow of Funds Balance Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business, Robert Shiller Web site より玉山和夫作成
 1986年まで S&P 400, 以降 S&P 500

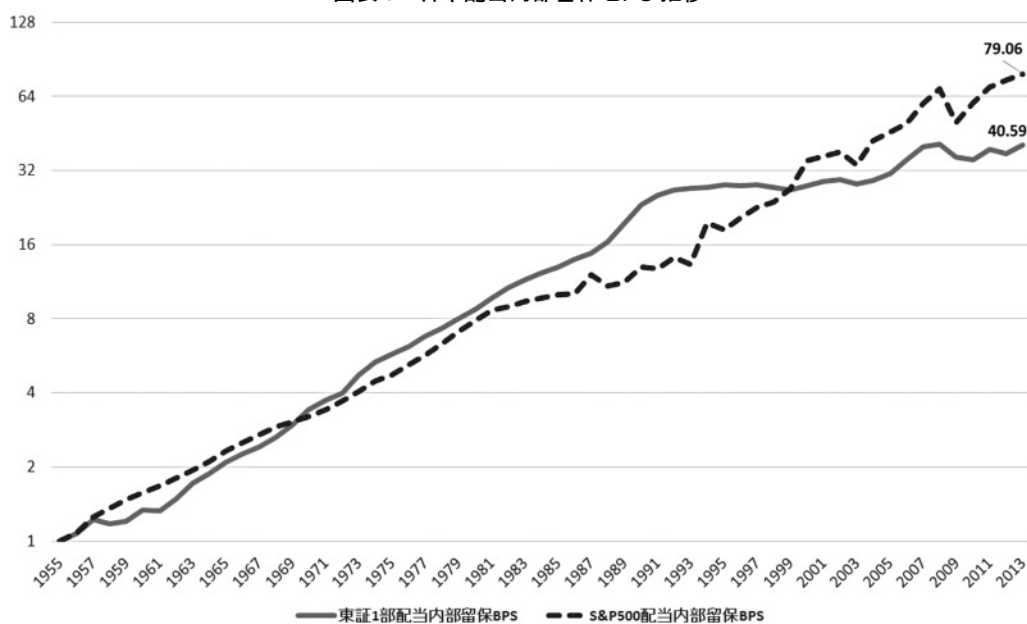
の倍率の差ということは、ほとんど差がないということである。長期的には、日米で配当がもたらした BPS の配当内部留保効果に差はなかったのである。

4.3 企業に薄い日本の所得分配

図表 6・7 に、日米の所得分配の推移を示した。日本では企業への所得分配（営業余剰）が 2013 年まで

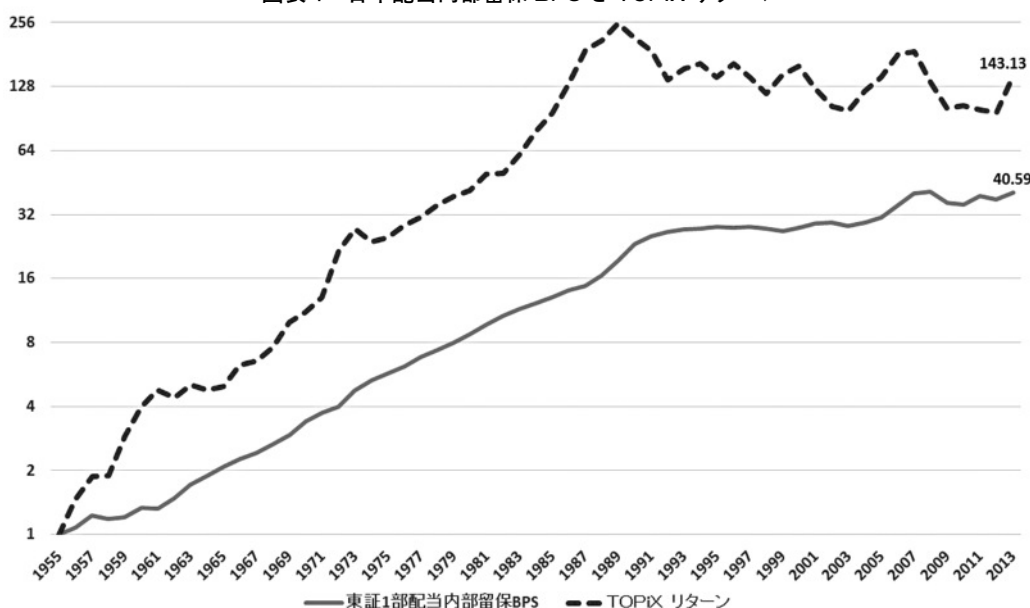
に 27.62 にしかになっていない。この間 GDP は 57.37, 雇用者報酬は 72.81 に増えている。アメリカでは雇用者報酬と営業余剰は同じように伸びており、特に 1990 年代後半以降では、時々交差している。日本での営業余剰の低迷のもう一つの要因は、相対的に大きい固定資本減耗（減価償却費）である。これは日本では償却対象の固定資産が相対的に過大で

図表3 日米配当内部留保BPS推移



東証一部 BPS：日興リサーチ・センター「投資月報」，野村総合研究所「証券統計要覧」，Bloomberg，Global Financial Data，日本経済新聞より玉山和夫作成
 S&P 500：Bloomberg，野村総合研究所「証券統計要覧」，FRB Flow of Funds Balance Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business，Robert Shiller Web siteより玉山和夫作成
 1986年まで S&P 400，以降 S&P 500

図表4 日本配当内部留保BPSとTOPIXリターン

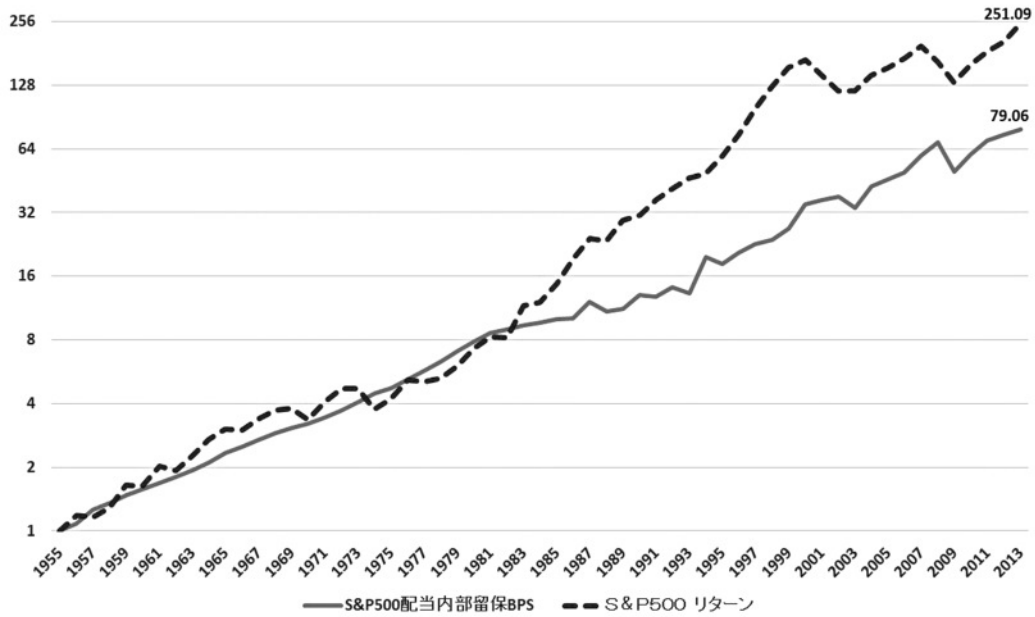


日興リサーチ・センター「投資月報」，野村総合研究所「証券統計要覧」，Bloomberg，Global Financial Data，日本経済新聞より玉山和夫作成

あることを意味している。実際深尾2012によれば(図表8・9)，日本の名目資本係数は1970年ころより継続して上昇しており，2000年代末ころには3.5近辺にあった。逆にアメリカではこの数値は1980年ころの約3.2から傾向的に低下し，2000年代末ころには2.0あたりまで来ていた。また資本の粗収益率A(名目粗営業余剰)/(総固定資本形成デフレー

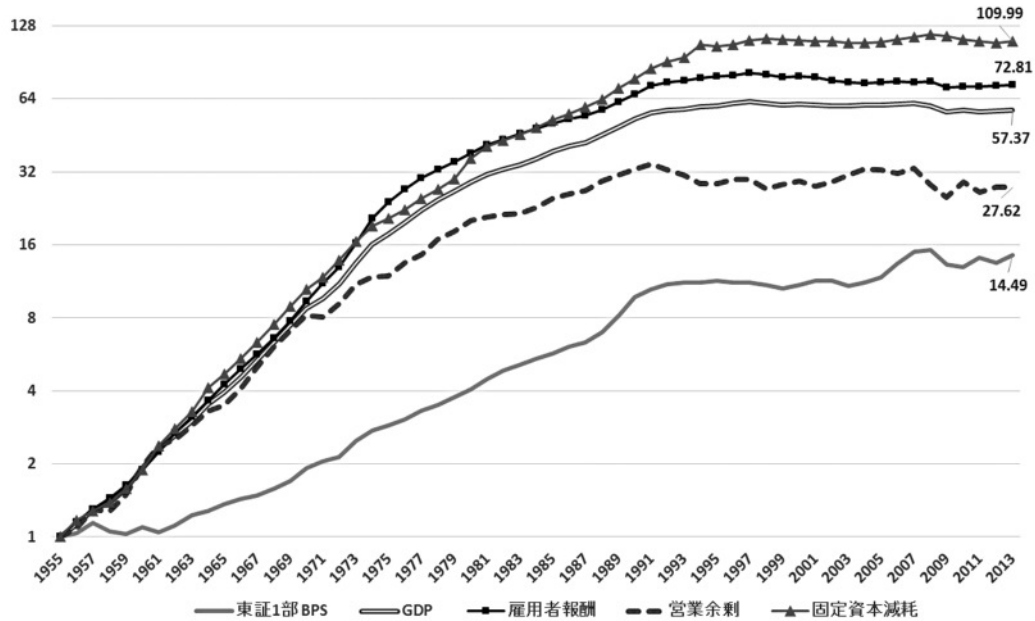
ター×実質資本ストック)でみると，特に1990年以降日本は低迷，アメリカは急激に改善してきていた。この資本収益性の差だけでも，日米の株式リターン格差のかなりの部分は説明可能であろう。ただし，本稿ではそこには立ち入らず，この過大と思われる資本形成のために株式市場から資金を集めたことが，株式リターンの相対的低迷を招いたとの観点か

図表 5 USA 内部留保再投資 BPS と S&P 500 リターン



Bloomberg, 野村総合研究所「証券統計要覧」, FRB Flow of Funds Balance Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business, Robert Shiller Web site より玉山和夫作成
1986年まで S&P 400, 以降 S&P 500

図表 6 日本営業余剰その他と BPS



以下より玉山和夫作成
東証一部 BPS: 日興リサーチ・センター「投資月報」, 野村総合研究所「証券統計要覧」, Bloomberg, Global Financial Data, 日本経済新聞
その他, 国民経済計算確報

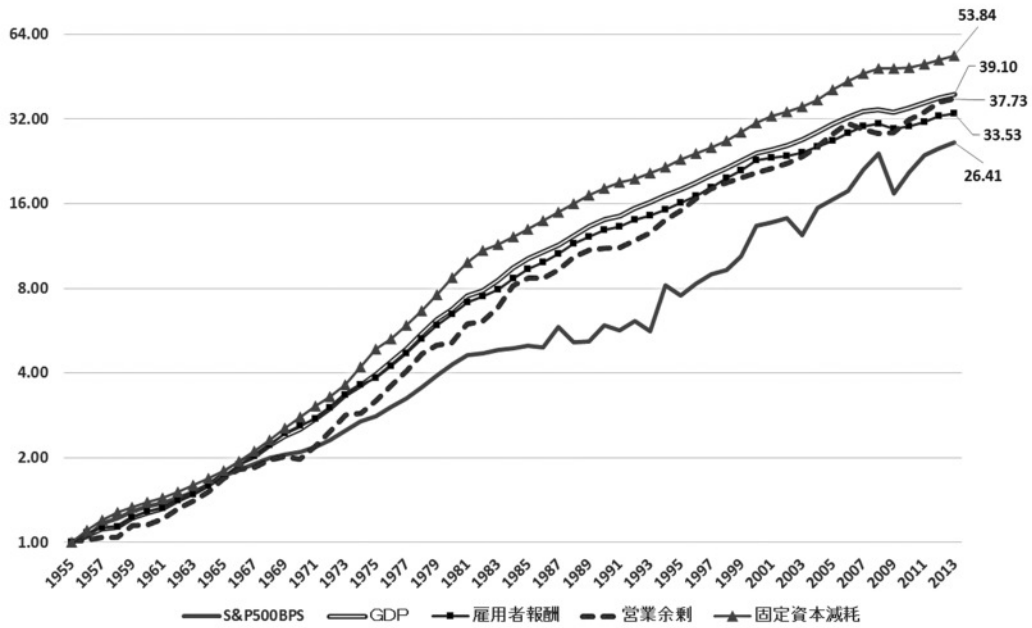
ら議論を先に進める。

4.4 時価総額伸び率と株価推移のギャップ

図表 10・11 に, 日米の株価指数と株式時価総額の時系列推移を示した。株式市場が「イチバ」である以上, 供給過多は価格の下落または低迷を招く。た

だし, 売買代金または商品総額は変わらない。これと同じことが, 日本の株式市場では起こっていた。そしてその傾向はバブル崩壊後さらに顕著となった。図表 10 の実線は株価, 破線は東証一部時価総額である。株価は 1989 年の 77.93 をピークに暴落し, もどり始めた 2013 年でも 34.33 でしかない。一方東

図表7 USA 営業余剰その他とBPS

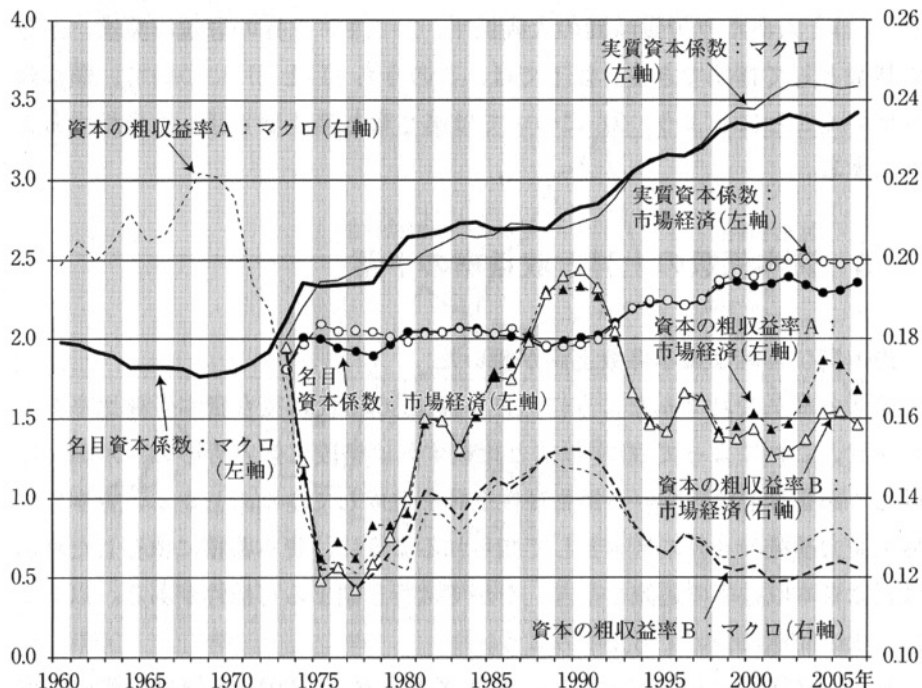


以下より玉山和夫作成

S&P 500 BPS: Bloomberg, 野村総合研究所「証券統計要覧」, FRB Flow of Funds Balance Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business, Robert Shiller Web site
1986年までS&P 400, 以降S&P 500

その他, National Income and Products Accounts

図表8 日本における資本係数と粗資本収益率の推移



注: 名目資本係数: (総固定資本形成デフレーター*実質資本ストック)/名目GDP

実質資本係数: 実質資本ストック/実質GDP

資本の粗収益率A: 名目粗営業余剰/(総固定資本形成デフレーター*実質資本ストック)

資本の粗収益率B: 名目粗営業余剰/(GDPデフレーター*実質資本ストック)

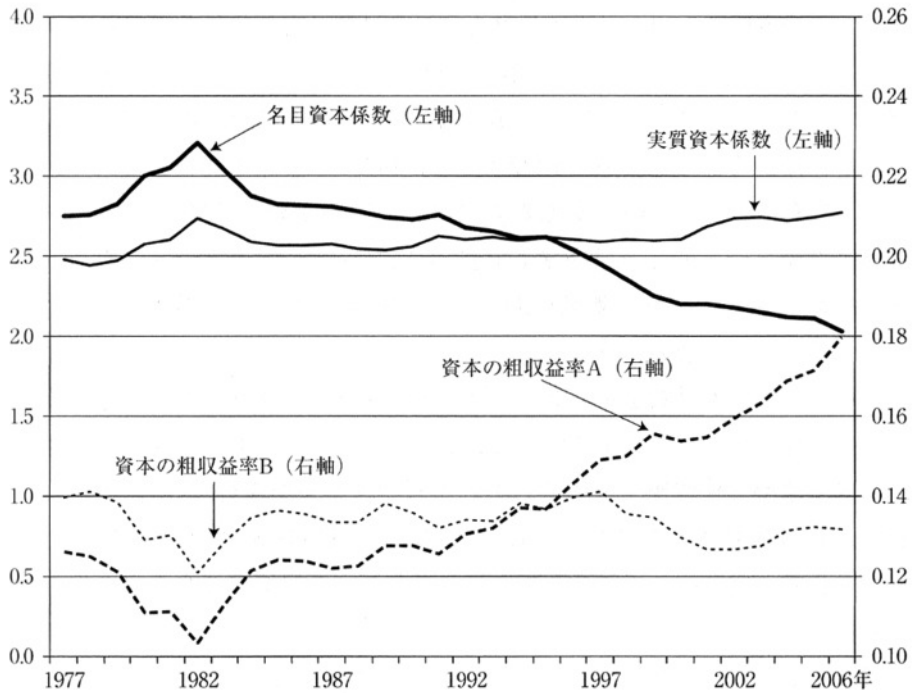
実質値は1995年価格。

出所: 1973年以前は野村(2004)による名目固定資産ストック(社会資本を含む)と93SNAの名目値を元に外挿した値。

1973年以降はEU KLEMS データベース 2009年11月版より作成。

深尾京司『「失われた20年」と日本経済』日本経済新聞社 2012年

図表 9 米国における資本係数と粗資本収益率の推移 (マクロ経済)

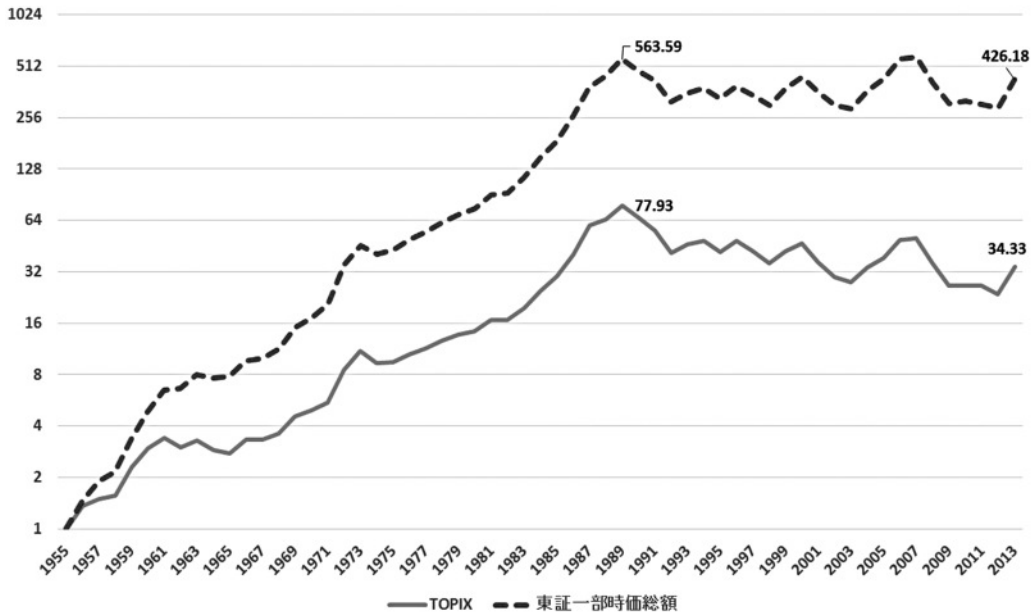


注：名目資本係数：(総固定資本形成デフレーター*実質資本ストック)/名目 GDP
 実質資本係数：実質資本ストック/実質 GDP
 資本の粗収益率A：名目粗営業余剰/(総固定資本形成デフレーター*実質資本ストック)
 資本の粗収益率B：名目粗営業余剰/(GDP デフレーター*実質資本ストック)
 実質値は1995年価格。

出所：EU KLEMS データベース 2009年11月版より作成

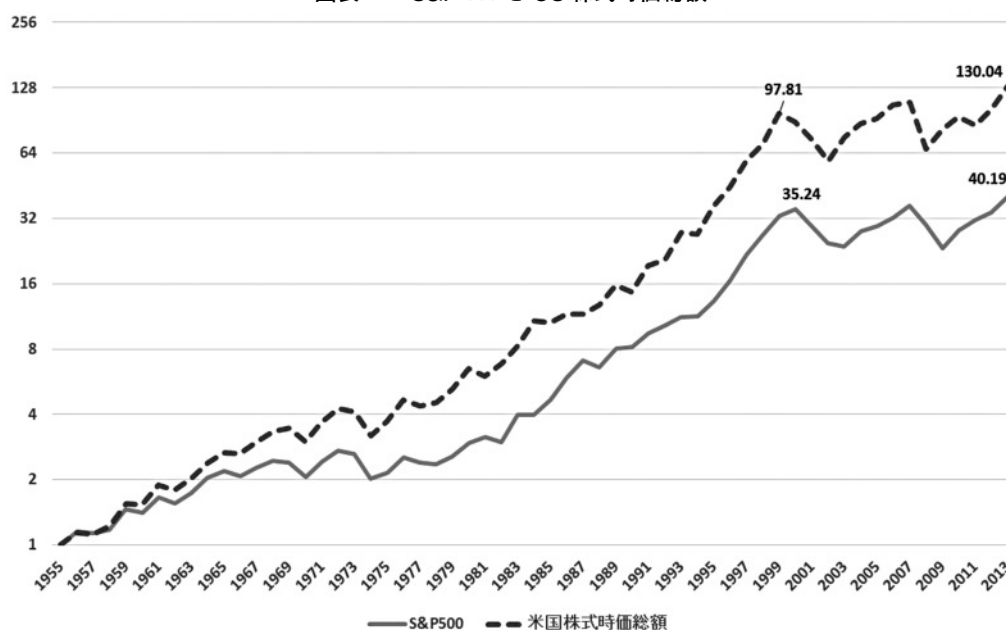
深尾京司『失われた20年』と日本経済 日本経済新聞社 2012年

図表 10 TOPIX と東証一部時価総額



日興リサーチ・センター「投資月報」, 野村総合研究所「証券統計要覧」, Bloomberg, Global Financial Data, 日本経済新聞より玉山和夫作成

図表 11 S&P 500 と US 株式時価総額



World Federation of Exchanges, Bloomberg, 野村総合研究所「証券統計要覧」より玉山和夫作成

証一部時価総額は同じく 1989 年に 563.59 のピークを付けた後低迷していたが、2013 年には 426.18 まで戻っている。しかも 2015 年 5 月 22 日には、バブル期の最高時価総額を超えてしまった。結局 2013 年時点で、時価総額と TOPIX には 12.41 倍もの各差が生まれていた。これと対照的なのがアメリカ市場である(図表 11)。S&P 500 が 40.19 であるのに対し国内株式市場の時価総額はその 3.24 倍の 130.04 しかない。バブル期の時価総額を超えるまで株を買う資金は、日本の株式市場には存在した。しかしそれは大量の新規上場と増資によって吸収され、一株当たりの利益や一株当たりの純資産 (BPS) を希薄化してしまったのである。改めて図表 6・7 を見よう。日本の BPS は 2013 年には 14.49 と、営業利益 (27.62) の 52% しかない。これに対しアメリカでは、この比率は 70% である。これだけ希薄化が日本では大きかったのである。まさに伊丹 2006 が指摘したように、日本では株式市場は資金調達場であり続けていた。一方、実際に自社株買いで株数が減少するほどではないにしろ、アメリカ経営者が資金調達よりも「資金返還」の場として株式市場をとらえていたのではとの伊丹 2006 の指摘は、正鵠を得ている。

5. リスク回避志向と「安心社会」

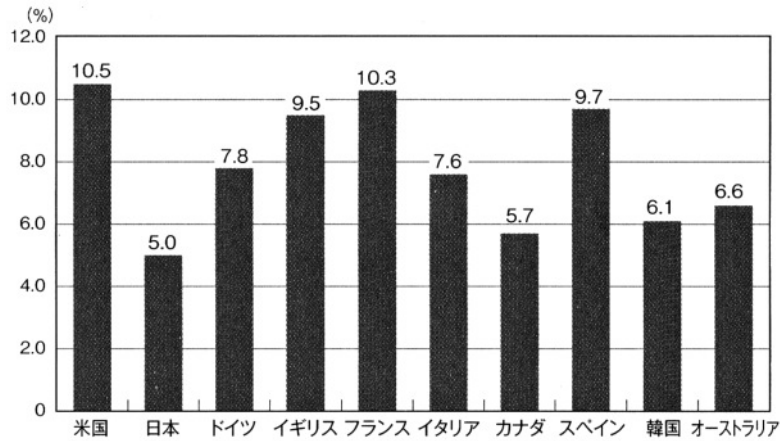
5.1 リスク調整済み ROE

中野 2009 によれば、1985 年から 2006 年までの間

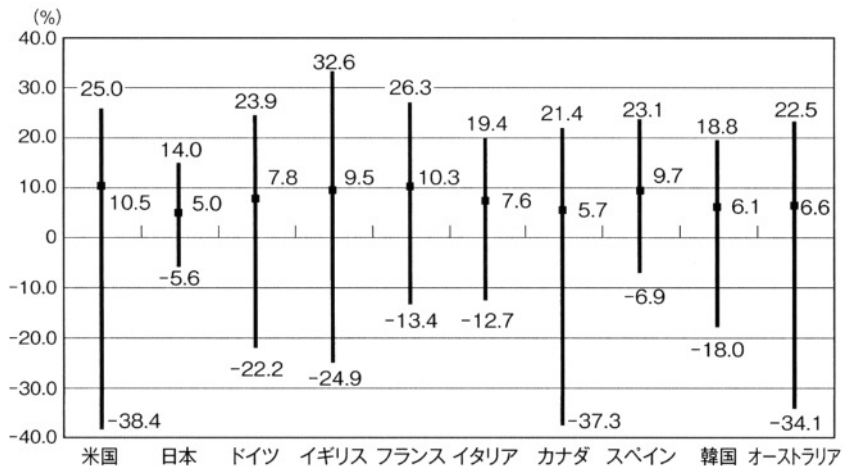
で日本企業の ROE は確かに先進諸国の中で最も低い(図表 12)。しかし一方で ROE の標準偏差で ROE 中央値を割った「リスク調整済 ROE」は、先進国の平均的な数値となっている(図表 13)。考え方としては、証券投資におけるシャープ・レシオと同じである。要は 1 単位当たりのリスクに対するリターン(ここでは ROE)が高い方が望ましい、とするものである。安定と言えば聞こえが良いが、リスクを取らない経営ということでもある。例えば日本企業の事業転換率の低さ、また転換するにしても関連業種内に留まる傾向は、リスク回避的な行動といえる。日本では、アメリカ流の資本主義は四半期先しか見ない短期志向であるとしばしば批判される。しかし本当は、単に日本企業の対応の遅さを正当化するレトリックなのではないだろうか。本当にアメリカの投資家が短期志向なら、中野 2009 が言うような長期的に赤字を続ける企業が存続するはずがないし、その企業の株式を保有し続ける投資家も居るはずがない。たしかにアメリカでは上場廃止になる企業や廃業する企業も多いが、それは経済・経営のダイナミズムを反映しているのであって、短期志向なのではない。むしろ新陳代謝率が低い日本の企業こそ、短期志向で長期展望を持たずに目先の事に対処法で処理しているのではなかろうか。その結果収益性の悪化した事業にとどまり続け、効率の悪い過大な設備を維持または更新して株式市場から資金を吸収してきたのである。まさに三品 2004・三品 2009 が指摘する特殊性である。「カイゼン」という作戦はあるが、

図表 12

国別の ROE 中央値の時系列平均値 (1985-2006 年)



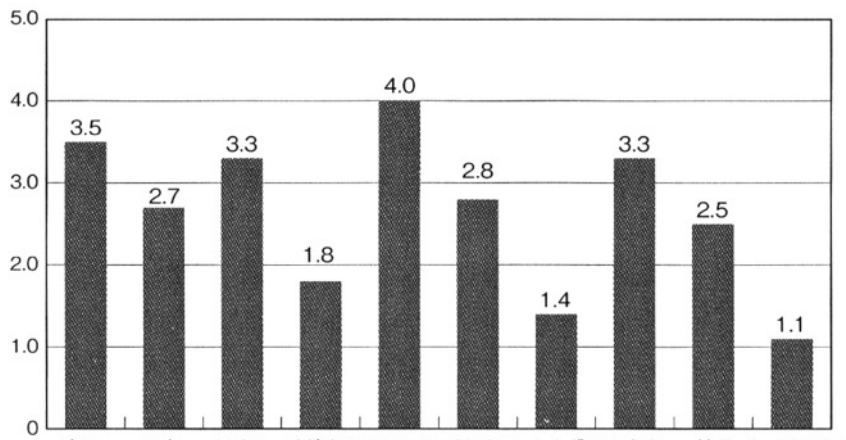
ROE 分布の国際比較



注：上端は上位10%企業，下端は下位10%企業，中心の印(■)は中央値を示す。いずれも1985年から2006年の時系列平均値。

中野誠「業績格差と無形資産」東洋経済新報社 2009 年

図表 13 リスク調整済リターン (ROE)



注：リスク調整済リターンは、1985年から2006年の、ROE 中央値の時系列平均値を時系列標準偏差で除した数値。

中野誠「業績格差と無形資産」東洋経済新報社 2009 年

長期展望に立つ「戦略」は不在なのである。

5.2 「安心社会」の株式市場

ではこの日本企業および投資家の安定志向・リスク回避志向は、どこから来ているのだろうか。社会心理学の知見から、考察する。

5.2.1 安心の日本、信頼のアメリカ

図表 14 に示すのは、山岸 1998 に掲載された日米の信頼尺度比較質問紙調査の結果である。一般男性のサンプルでは、すべての項目でアメリカが有意に高い数値を出している。また平均値をとると、すべてのサンプル集団でアメリカの数値が有意に高い。つまりアメリカ人は他人を信頼することができるし、他人から信頼されることにも自信をもっている。しかも人生経験を経た一般の人において、この傾向はより明確である。これは実際にこうした姿勢・考え方が、裏切られることが少なかったことの証である。要は、日本は身内の中で安心を求める「安心社会」つまりは安定志向社会であり、アメリカは外部や新分野との関わりを求めて自ら信頼関係を構築して行く社会なのである。もちろん安定志向が本当に安定を手にすることができるかどうかは、別問題であるが。

5.2.2 機会費用＝安心社会のコスト

以下に山岸 1998 が説く「安心社会」と取引費用、「信頼社会」と機会費用について、概略を紹介し、その意味するところを考える。

日本のような身内社会では特定の相手とのコミットメント関係が築かれているので、その社会内部での取引コストは低い。ただしこの場合、より有利な取引相手を失う可能性など＝機会費用が発生する。当然機会費用が取引費用を上回る状況では、身内社会内部のみにコミットしていることは不利になる。そして「社会的不確実性と機会費用の双方が大きいとき、高信頼者は低信頼者より大きな利益を得る可能性が存在する。」と言う。たしかに高信頼者の方が、身内を超えた人間関係を構築することができるだろうから、より有利な経済的環境を手にするチャンスは大きいだろう。

株式市場という不特定多数の投資家からの支持によって成り立つ世界は、本来「信頼社会」である。そこから資金と社会的信用を得ている企業経営も、本来は信頼を基盤とするべきものだろう。大半の日本企業が低収益で低株式リターンなのは、本来信頼の上に成り立つべき経営が、安心をベースとしているというミスマッチに由来しているのではないだろうか。

5.2.3 安心社会は変わるか？

安心社会は、身内内での人間関係にコミットする社会である。日本社会の構成員の大多数にとっては、「安心社会」で良いのかもしれない。しかし国際競争にさらされている企業や投資家にとっては、日本企業が安心をベースにしている限り信頼社会とのミスマッチに翻弄されつづけるに違いない。日本企業は信頼社会型に転換できるのだろうか。

図表 14 一般的信頼尺度と構成項目の平均

尺度および項目	男子学生 サンプル		女子学生 サンプル		男性一般 サンプル		女性一般 サンプル	
	日本 n = 583	アメリカ n = 75	日本 n = 330	アメリカ n = 124	日本 n = 167	アメリカ n = 138	日本 n = 39	アメリカ n = 106
一般的信頼尺度 (以下の 6 項目の平均)	3.12	3.60	3.35	3.53	3.53	4.13	3.38	3.85
ほとんどの人は基本的に正直である	3.03	3.29	3.27	3.36	3.93	4.25	4.08	3.86
ほとんどの人は信頼できる	2.57	3.23	2.81	3.12	2.65	4.06	2.41	3.65
ほとんどの人は基本的に善良で親切である	3.20	3.40	3.43	3.41	3.75	4.07	3.51	3.82
ほとんどの人は他人を信頼している	2.89	3.16	3.04	2.85	3.05	3.51	2.92	3.11
私は、人を信頼するほうである	3.60	4.33	3.85	4.37	4.04	4.55	3.79	4.39
たいていの人は、人から信頼された場合、同じようにその相手を信頼する	3.41	4.20	3.60	4.14	3.67	4.32	3.54	4.20

太字は、日米の間で平均値に有意な差 (*t* テスト, 5%水準) のある項目で、平均値の大きい数字である。実際の *n* は、欠損値に応じて項目ごとに異なっている。

山岸俊男「信頼の構造」東京大学出版会 1998 年

林・櫻庭 2002 では、統計数理研究所が 1953 年から 1998 年まで継続してより調査した日本人の心を紹介している。数あるアンケート項目の中で、全く変化しなかったのが、サラリーマン社会（今や日本の就業者の大半）で理想とされる上司（課長）像である。それは「規則よりも人情」という、極めて日本的な人間像である。

統計数理研究所が公表している直近までのデータから作成したのが、図表 15 である。質問は以下のようであった。

Q ある会社につきのような 2 人の課長がいます。もしあなたが使われるとしたら、どちらの課長につかわれる方がよいと思いますか、どちらか一つあげて下さい？

- 1 規則をまげてまで、無理な仕事をさせることはありませんが、仕事以外のことでは人のめんどろを見ません
- 2 時には規則をまげて、無理な仕事をさせることもあります、仕事のこと以外でも人のめんどろをよく見ます
- 3 その他
- 4 わからない

驚くべきことに、1953 年から 2013 年の直近までほぼブレることなく、面倒見の良い課長に 80% の支持が集まった。1953 年の調査を英文に翻訳した知日派社会学者ロナルド・ドーアは「これは外国では見られない、極めて日本的な特質だ」と語った（林・櫻庭 2002）。

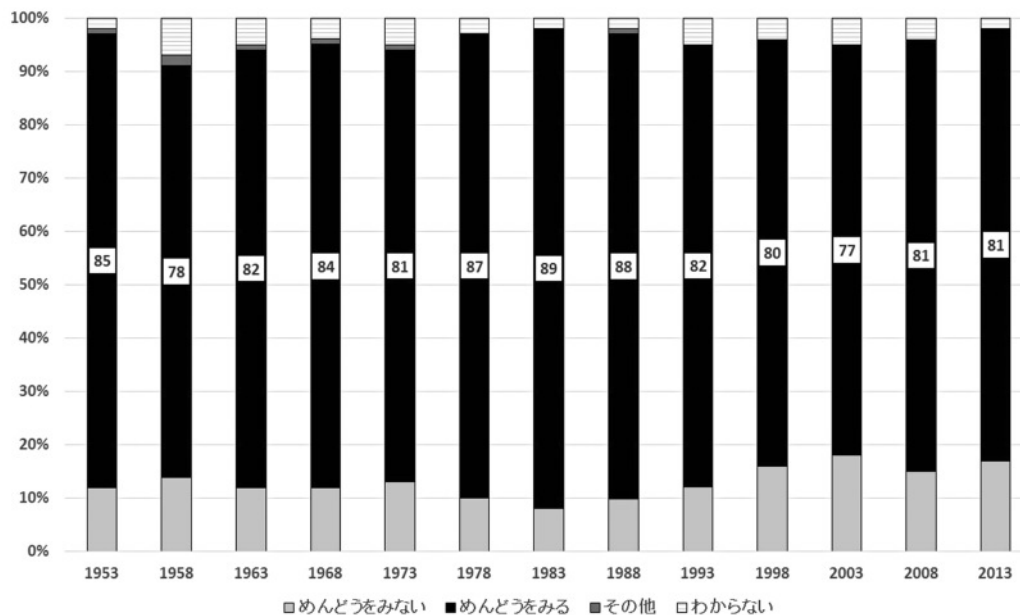
人情味のある課長とは、まさしく安心社会を象徴する人物像である。規則よりも身内のことにコミットする課長が、絶大な支持を得ているのだから。

これを見る限り、多くの日本企業は変わらないと思われる。ただし、久保 2011 が発見したような、身内へのコミットから脱却する企業が、外人持ち株比率の高い企業に見られるようになってきた。多くの変わらない企業も「安心」と「信頼」のミスマッチにいつまでも耐えられるとは思えない。しばらくは「変わらない企業」「変わった企業」という、二極化した市場になるだろうが、いずれ「変わらない企業」は、国際市場からは脱落せざるを得ない。そのとき、安心・安定を「買って」くれる国内投資家がどれだけ存在しているだろうか。

6. まとめ

日本株の相対的に低いリターンは、第一義的には低い配当内部留保 BPS の伸び率に原因がある。低い配当内部留保 BPS の伸び率は、そもそも国民経済において低い企業への分配が一因である。企業への分配は、高い雇用量報酬と高い資本減耗によって圧縮されている。高い資本減耗は、非効率な設備投資が繰り返されていた結果である。株式リターンを押さえつけてきたもう一つの要因は、株式市場が新規公開と増資を絶え間なく引き受けてきたことである。資金は株価の押し上げに向かうよりも、これら新たに発行される株券に吸収されたのである。この新たな株券の発行は、先に述べた非効率な設備投資

図表 15 あなたが使われたい課長



統計数理研究所「日本人の国民性研究」より玉山和夫作成

と表裏の関係にある。

つまり、これまで投資家は株式市場に資金を投下することで、企業の資金ニーズに応じてきたが、企業はこれに報いることが少なかったのは紛れもない事実なのである。

この片務的に見える企業と投資家の関係は、日本社会が「安心社会」であり、経営の安定が評価されることで成り立っていた。しかも「安心社会」の構造は簡単には変わりそうにない。

とはいえ、グローバル化した資本市場では、「安心社会に生きる日本人」以外の投資家が増えており、多くの株主が日本企業に株主との「信頼関係」を求めてくることになる。日本の株式市場は投資家の信頼を得ることのできる企業と、安心社会に引き籠る企業に二極化する。ただし、安心・安定だけを買ってくれる投資家が、安心社会の中にさえどれだけのいるかは疑問である。

参考文献

伊丹敬之「日米企業の利益率格差」有斐閣 2006年
 久保克行「配当政策と雇用調整」宮島英昭編著『日本の企業統治』第東洋経済新報社 2011年 第10章

玉山和夫「日本の土地神話は終焉したのか？」札幌学院大学経営論集 2013年3月

中野誠「業績格差と無形資産」東洋経済新報社 2009年

林知己夫・櫻庭雅文「数字が明かす日本人の潜在力」講談社 SOPHIA BOOKS 2002年

深尾京司「『失われた20年』と日本経済」日本経済新聞社 2012年

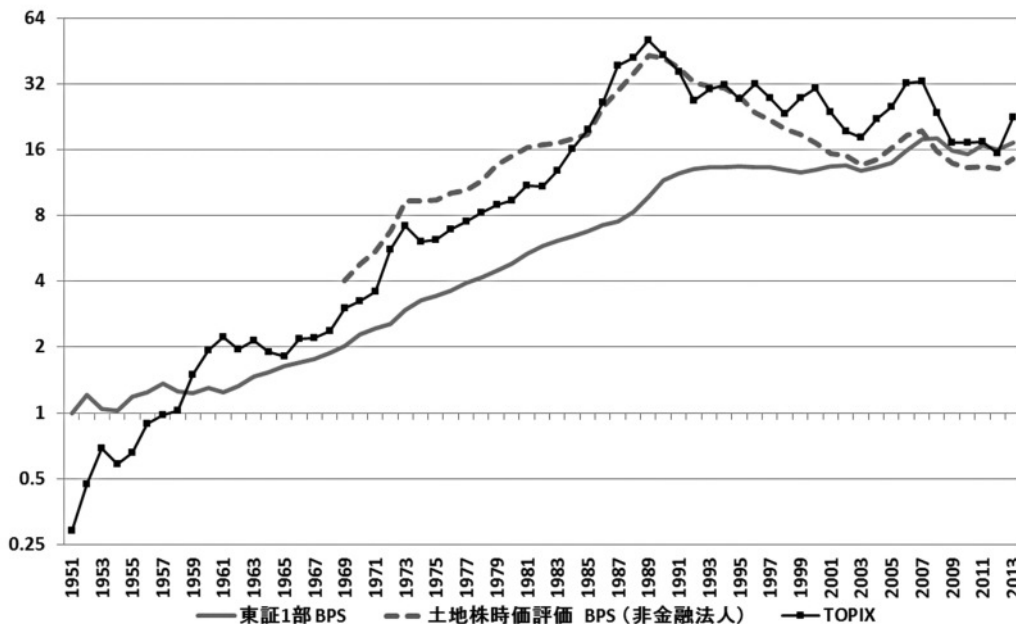
三品和広「戦略不全の論理」東洋経済新報社 2004年
 三品和広「『日本企業』の光と影」日本経済新聞「やさしい経済学『超長期の企業戦略』」2009年4月7日

山岸俊男「信頼の構造」東京大学出版会 1998年

補足：バブル期までの日本株リターンは何故高かったか

本稿全体では、日本株のリターンは低くBPSの伸びも低いとしている。全期間を通してBPSの伸びは確かに低かったが、1989年までの日本株リターンは、きわめて高かった。これは株価そのものが上伸したからであるが、その背景にあったのは企業収益の改善ではなかった。答えは、図表16に端的に示

図表16 日本の株価と純資産



TOPIX およびそのBPS

日興リサーチ・センター「投資月報」、野村総合研究所「証券統計要覧」、Bloomberg, Global Financial Data, 日本経済新聞より
 玉山和夫作成

純資産 時価・簿価比

国民経済計算年報 (SNA), 法人企業統計より玉山和夫作成

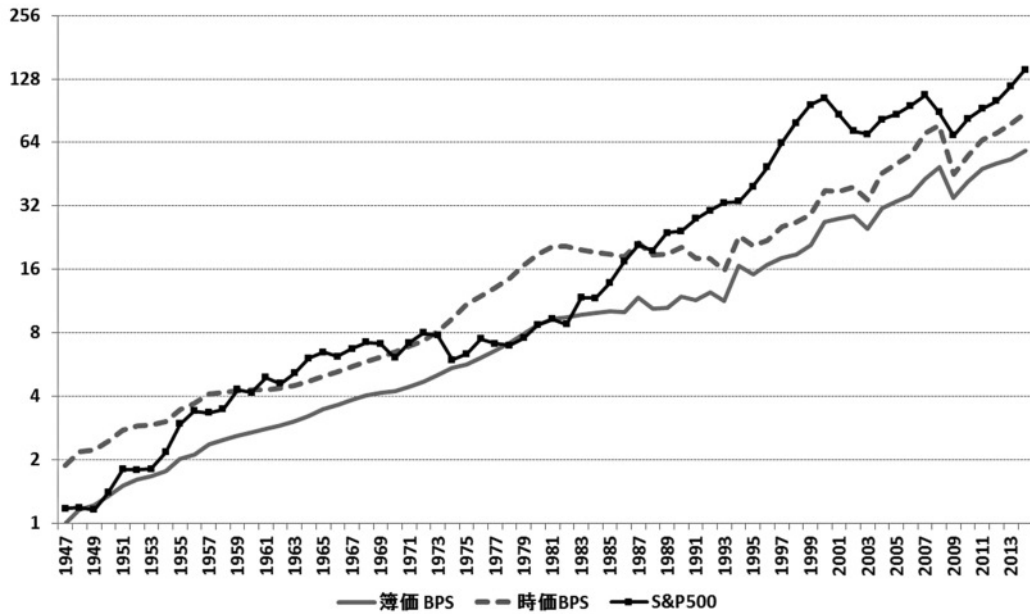
非金融法人の純資産を以下のように時価・簿価推計

簿価：法人企業統計全産業全規模の純資産

時価：SNAの土地・株式(時価)と法人企業統計の土地・株式(簿価)の差を含み益とする。この時SNAの現預金と法人企業統計の現預金の比率から、簿価に対応する含み益を推定。この含み益と上記簿価純資産の合計を時価純資産とした。

純資産 時価/簿価比は非金融法人であることに留意。非金融のPBRは株価ピーク時には金融含PBRの0.93倍であった。

図表 17 アメリカの株価と純資産



Bloomberg, 野村総合研究所「証券統計要覧」, FRB Flow of Funds Balance Sheet of Nonfarm Nonfinancial Business より玉山和夫作成
BPS は 1986 年まで S&P 400, 以降 S&P 500

されているように、日本企業の巨額の含み益である。実線が BPS であるが、それより遥かに上の方に含み益込の BPS が描かれている。バブル崩壊前の株価は含み益込の BPS に引き付けられ、それを越えた時点でバブルの崩壊が起こった。その後、株価は含み益込の BPS に引きずられるように低下し続けた。現在、一部の企業を除けば含み益は消滅していると思われる。この含み益の大半は土地評価益であった。土地の供給は相対的に非弾力的である。そのため資金の流入は地価の高騰に直結する。

本稿の趣旨に沿って言えば、土地の含み益こそは企業にも株主にも「安心」を与えていたのであろう。実際、山岸 1998 が安心社会ではなく「信頼社会」としたアメリカでは、株価も BPS も土地含み益の影響をほぼ受けていない (図表 17)。

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)