

[論文]

「株主に報いない日本企業」

“Japanese Companies Compensate the Investors with Limited Return”

玉山和夫

要 旨

筆者は、これまでもいくつかの視点から日本企業の低収益と投資家への低いリターンについて、論じてきた。本稿では、日本企業が如何に株主に報いていないかを、改めて内部留保の内訳から論じてみたい。特に日本企業の配当性向は低く、一国単位で見ても配当の名目 GDP 比は、アメリカと比べて著しく小さい。本稿では、この背景にある日本企業の資本政策、株主構成から説き起こす。日本では企業もマジョリテイの株主も、リスクを嫌う。閉じた社会での安定・安全・安心を求め、外部に開かれた信頼関係を構築することが苦手である。健全にチャレンジする企業に転換するには、企業も資本市場も成熟した市民社会の構成員に生まれ変わる必要がある。近年、安定株主の保有比率が低下し始め、機関投資家の保有比率が上昇している。それが継続できてはじめて、日本の企業および資本市場が、転換できるといえるだろう。

1. 先行研究

本稿では日本企業が制約的な配当支払いを行い、不必要に大きな内部留保を蓄積していることの不合理性を改めて示そうとしている。そうした視点から先行研究を紹介する。まずは国枝・布袋 2009。このなかでは、日本においては長く資本金の 1 割を配当としていれば、経営責任は果たしたと考えられていたと指摘している。特に株式額面が概ね 50 円であった時代においては、一株当たり 5 円 (50 円×1 割) が配当金の目途であった。実際、1971 年度から 2000 年度までの配当と資本金の相関係数は 0.97 であり、配当と当期純利益との相関係数 0.45 をはるかに上回っていた。国枝・布袋 2009 は、こうしたことから国枝 2003 を引用して「日本企業の多くが、伝統的に内部留保の資本コストをゼロもしくは配当分のみと考えていた事実と整合的である」としている。すなわち少なくとも 2001 年 10 月の株式額面の廃止まで、日本企業の配当政策にはコーポレート・ファイナンス理論が想定する理論的合理性は希薄であったと思われる。ではその後、日本企業の配当政策は変化したであろうか。加賀谷 2013 は、日本企業が有配であることそして安定配当に拘っていると指摘している。そのため先進国では極めて稀なことに、税引前利益を特別損益で調整してきたと。Goyal, et

al. 2018 が注目したのは、日本企業の支払い配当金が配当の受け手企業の投資に影響を与えているという点である。つまり、配当を払ってやることで、受け手企業のファイナンスに協力しているということである。Goyal, et al 2018 は、このようなことが先進国の資本市場で行われてることに非常に驚いている。今日に至っても、日本企業の配当政策には企業価値の向上や、株主への貢献という視点は主要ではないようである。

配当政策と企業業績の関係に関して実証検証しているのが、諏訪 2006 である。まず増配のシグナリング理論の検証について。企業の増配は、短期的な業績向上だけでなく長期的にも減配にならない自信を企業が持っているとのシグナルと投資家はみなすだろう、との理論である。1976 年から 2006 年までの間で、増配企業はそうでなかった企業に比して高い確率で増益を維持できていた。諏訪 2006 が検証したもう一つの理論は、フリーキャッシュフリー (FCF) 理論である。この理論では、余剰資金を貯めた企業ほど、無駄な投資を行う、もしくは適切な投資を行わないという経営の裁量が大きい。このため FCF が大きい企業ほど企業価値を棄損する可能性が高い、と推測する。企業価値の棄損は、エージェンシー・コストによって測られる。エージェンシー・コストの高い企業では、保有現金は簿価より

低い評価となる。こうした企業は増配などによってキャッシュを減らすことで、エージェンシー・コストを低下させることが望まれる。実際、検証結果は、想定通りであった。余剰資金の増加は、エージェンシー・コストを高め、保有現金の評価が低下していった。これは、まさしく我々がキャッシュ・リッチな日本企業で見て来たことである。

本稿では、日本企業のキャッシュ・リッチぶりを、名目 GDP に対するキャッシュ・フローの比率、内部留保の比率、現金配当の比率を、それぞれアメリカでのそれと比較することで、再確認していく。同時に、その過程で日本企業の特異な株主構成を見ることで、いかに日本企業が一般株主に報いていないかを再認識する。

2. 本稿の展開

次の3は、使用するデータを紹介する。

4では、企業全体のキャッシュ・フロー、内部留保、現金配当の対名目 GDP 比率を、日米で比較する。ここからは、日本企業がいかに大きなキャッシュを貯めこんでいるかが歴然としてくる。そしてそれが主に配当の少なさからきていることも分かる。

5で、日本企業がキャッシュを貯めこむ行動の動機について、分析する。玉山 2013 は地価下落を埋め合わせるように企業は負債を返済してきたと分析した。その行動の背景には、玉山 2016 が指摘する日本企業の安定志向があるだろうことは、想像に難くない。こうした保守的な経営に対して、株式市場は正直で、1989 年から 2015 年までの時価総額増加分は、純資産の増加分プラス IPO または増資でしかなかった（玉山 2017）。つまり、企業の内部留保の積み上げが、それ以上の価値を生み出すとは、全く期待していなかったのである。

6で、保守的経営を受け入れる株主とはだれか、そしてその株主たちはマジョリティであり続けるのかを問う。保守的経営が受け入れられている理由のひとつに、いわゆる安定株主と考えられる、政府公共団体・保険会社・銀行・事業法人の株式保有比率が、依然として、国内外の機関投資家のそれよりも高いことが、あげられる。近年この比率が低下している（上田 2016）ことは、日本の企業経営にながしかの変化をもたらしてくれる可能性を示唆している。

3. 使用データ

日米企業の純利益、キャッシュ・フロー、内部留

保、現金配当、減価償却費、税、GDP は国民経済計算各年、National Income and Product Accounts に拠った。日米の配当利回りは、日本経済新聞、Thomson Reuter, FRB, Capital IQ, McGraw Hill Financial, Robert Shiller Data base よりデータを得た。また、日本の株式市場の時価総額および純資産については、東証要覧各号、東証統計月報各号を参照した。個別企業の株価については、YAHOO FINANCE を参照している。

日本企業の株式持ち合い比率については、野村資本市場クォーターリー 2018 Autumn「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2017 年度）」より引用。

日本の上場企業の安定株主比率は、上田亮子・小林慶一郎「企業統治と安定株主」2017 年 8 月 30 日日本経済新聞「経済教室」の図表を引用した。

4. 日米企業の内部留保、配当比較

4.1 日米企業の純利益とキャッシュ・フロー

図表 1 に、日米非金融法人企業の純利益とキャッシュ・フローの対名目 GDP 比率を示す。純利益の対 GDP 比は、アメリカが 7.20% に対して日本は 6.11% である。純利益については、アメリカが安定的で若干高めであるが、大きな差はない。これが減価償却費も加えたキャッシュ・フローとなると、日本企業がアメリカを引き離す。特に 2000 年以降その傾向は強まってきた。2016 年には日本が 19.32%、アメリカが 16.52% となって、純利益でのアメリカ優位は、完全に逆転している。これは日本の減価償却費が、アメリカのものよりもかなり大きいことを意味している。減価償却費が大きいということは、設備が大きいということである。その設備が効率よく稼働しているなら、日本企業の純利益はもっと大きいはずである。そうはなっていないということは、効率が悪いということになる。実際玉山 2016 に引用されている深尾 2012 の図表によれば、2005 年の日本の名目資本係数が約 3.5 なのに対して、2006 年のアメリカの名目資本係数は約 2.0 である。日本企業はアメリカ企業に比して非効率な過大設備を抱えている。この時点で、日本企業はキャッシュを抱えているから非効率であるというより、非効率な経営だからキャッシュを抱えることになったと理解すべきである。

4.2 日米企業の内部留保

さらに詳しく見て行こう。図表2に示すのは、日米企業の内部留保の対名目GDP比である。第一次オイルショックの時期を除いて、常に日本の方が高く、近年その差が広がってきている。2016年には、日本が17.89%に対してアメリカは11.62%と、差は約6%にもなっている。キャッシュ・フロー段階で約3%であった日米の差が、さらに3%拡大したことになる。差が拡大する要因は、二つである。ひとつは税、もう一つは支払配当である。

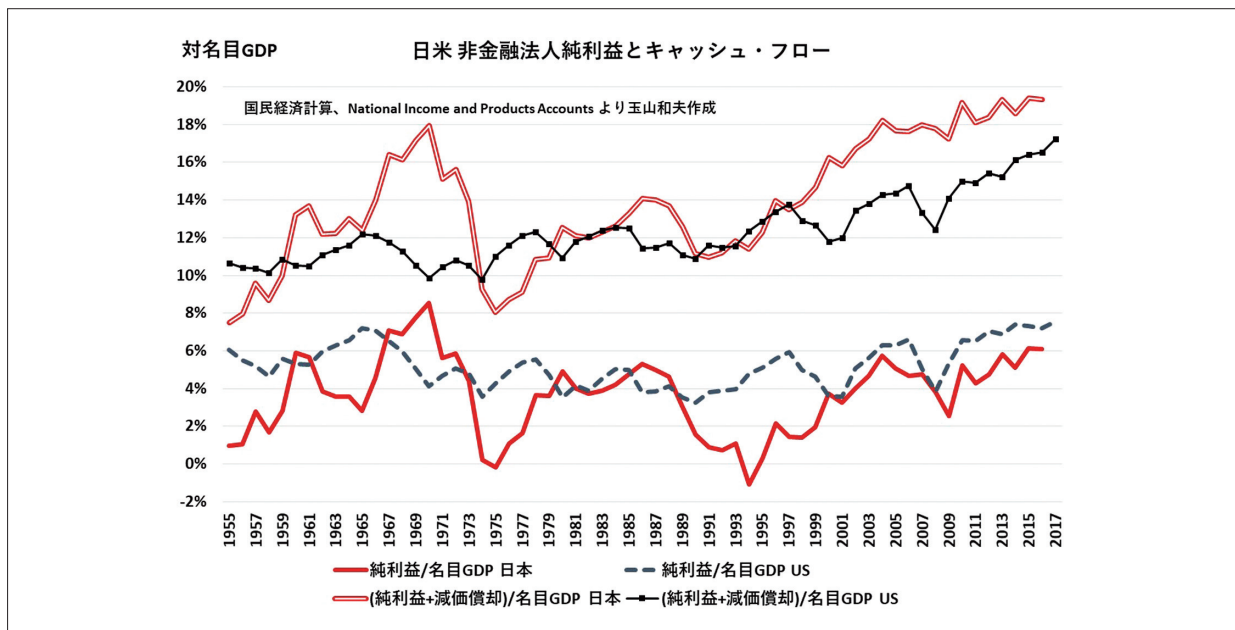
4.2.1 日米企業の税

実は、税については、日本企業の方が多く支払っている。図表3を見ると、対名目GDP比では、1980年以降は日本企業の支払った税額が常にアメリカ企業のそれを上回っている。それが2016年では、日本が3.49%、アメリカが2.81%となっていた。近年についていえば、差は小さくなりつつあるが、日本の方が大きいことには変わりはない。

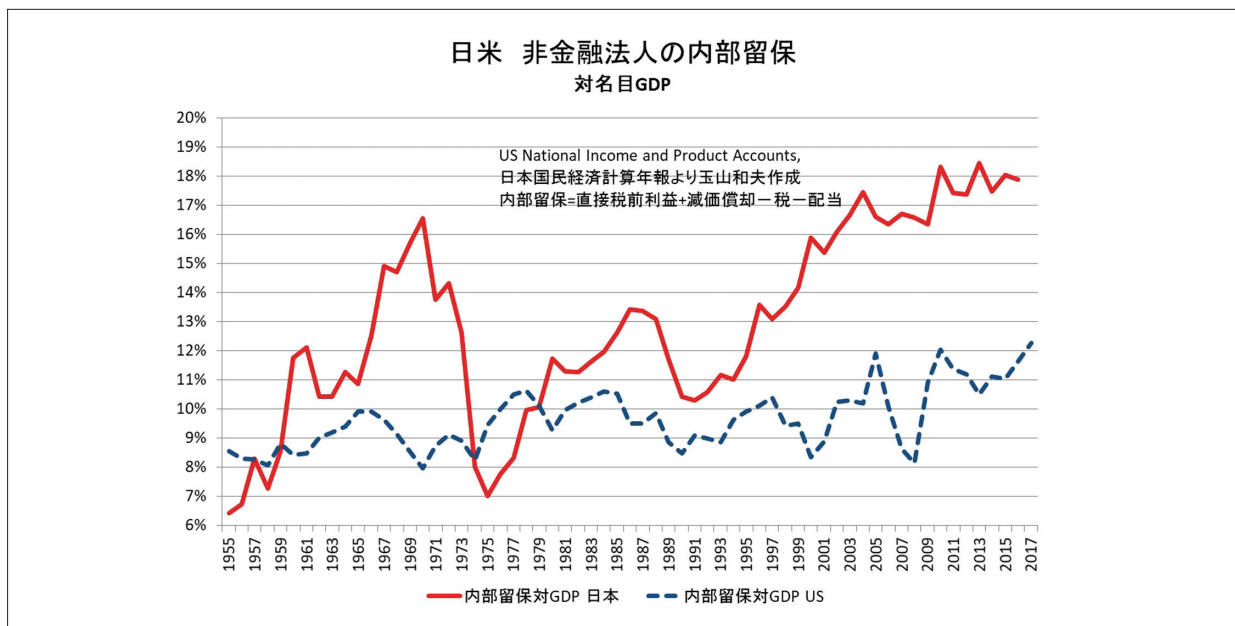
4.2.2 日米企業の配当

図表4に、日米企業の支払った配当の対名目

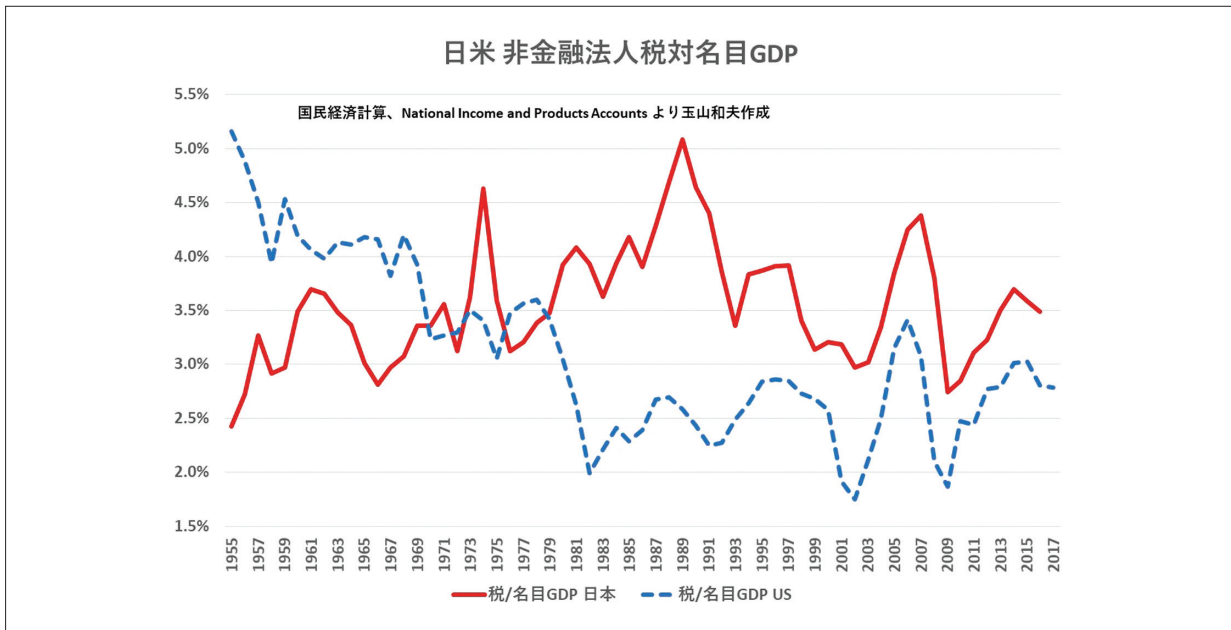
図表1



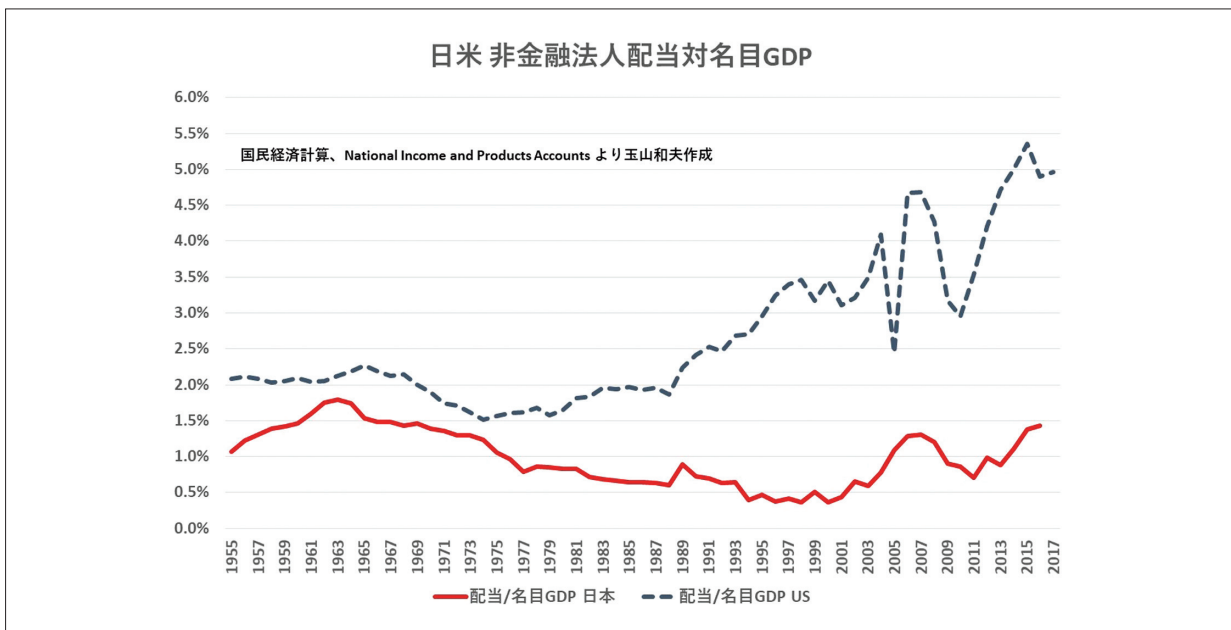
図表2



図表 3



図表 4

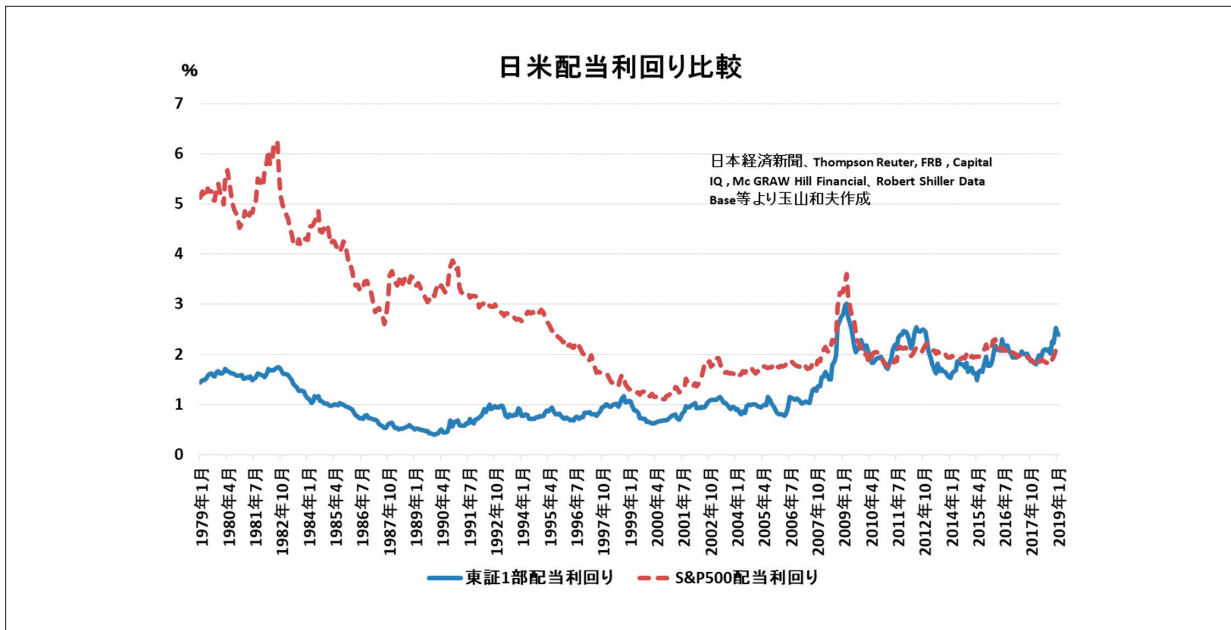


GDP 比を示す。1955 年以降、日本の企業が GDP 比で 1.5% 以上の配当を払ったことがあるのは、1961 年から 1965 年までの僅か 5 年間のみで、2000 年には 0.37% にまで落ち込んだ。それ以降回復基調にあるとはいえ、その額は依然として極めて控えめである。一方アメリカ企業は配当を傾向的に増加させてきている。2016 年時点で、企業の支払い配当額対名目 GDP 比は、日本が 2.34%、アメリカが 6.81% で、その差は 4.47% にもなる。

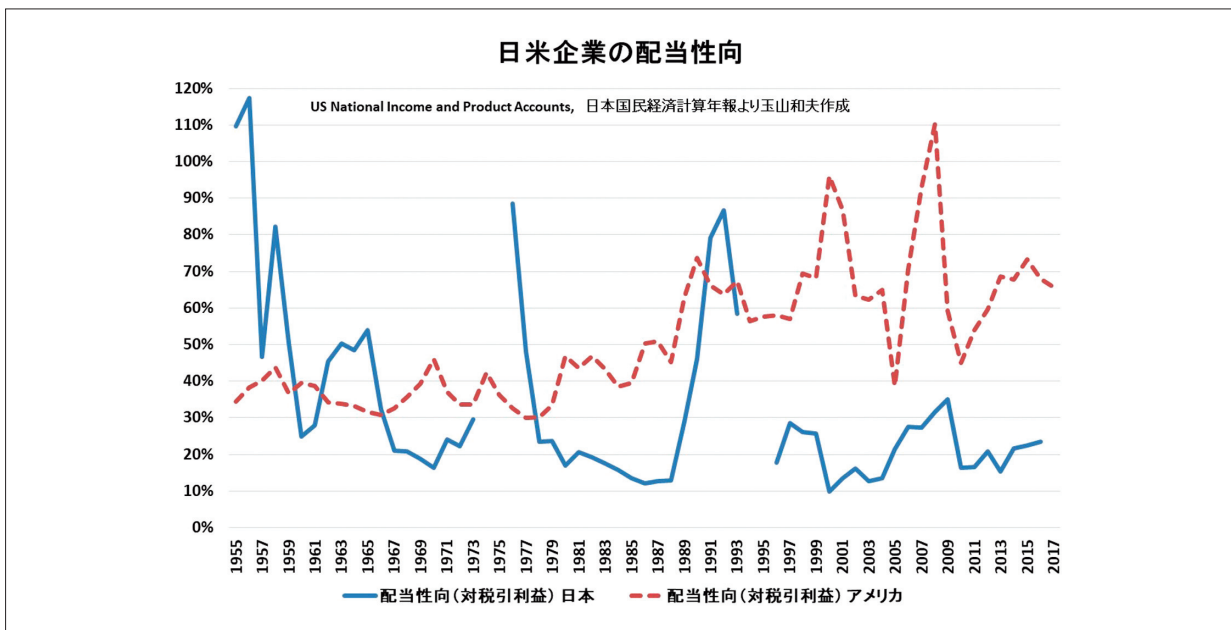
資本市場で、あるいは誤解を生んでいる数値が、配当利回りである。図表 5 に示すように、日米の配

当利回りは、2008 年のリーマン・ショック以降接近してきている。これを見ると、日本企業の支払い配当額もまんざらではない、との印象を受ける。しかし、よく考えてみると、2008 年以降もアメリカ株は上昇を続け、日本株は黒田日銀総裁の金融緩和策の初期に上昇して以降は勢いが続いていない。つまりアメリカの配当利回りは株価が上がっても 2% を維持しているのに、日本の配当利回りは株価低迷期にのみ辛うじてアメリカ並みの水準に上昇しているにすぎないのである。そもそも、図表 6 に示すように、日本の配当性向はアメリカに比して著しく低い。配

図表5



図表6



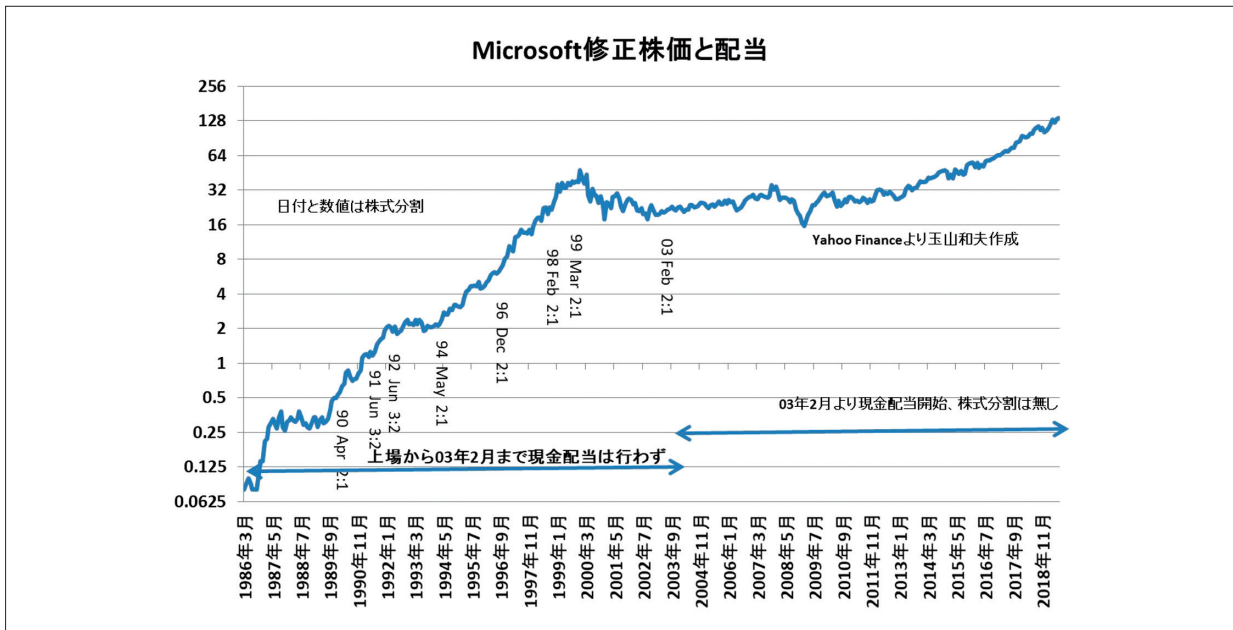
当性向の2000年から2016年までの平均値で言うと、日本は20%、アメリカは70%であり、圧倒的な差がある。アメリカに比して利益水準も低く、配当性向も低い日本企業の配当額が、極めて低くなるのは当然と言える。

4.2.3 日米配当政策の違い 成長企業を例として

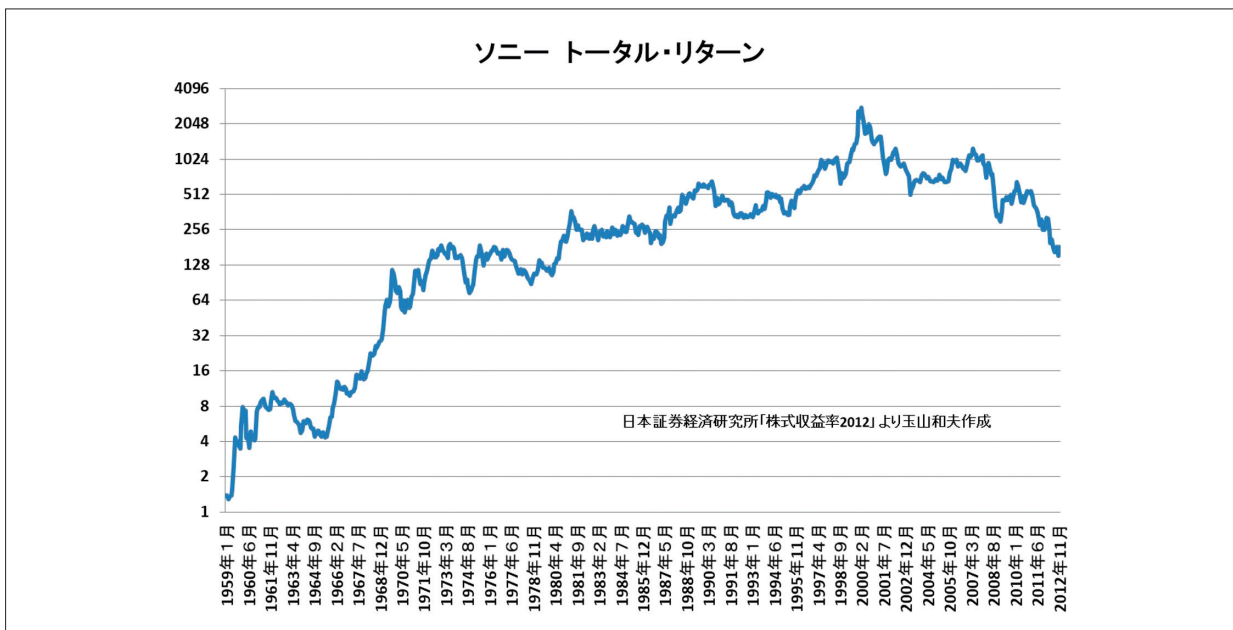
図表7に示したのは、マイクロソフト社の修正株価と株式分割の推移である。当社は1986年のNASDAQ上場から2003年に至るまで、現金配当を支払っていなかった。むしろ急速な成長期にあった

当社は、株式分割を繰り返し、修正株価は1986年3月から1999年2月までの14年間、複利年率で1.53倍であった。実際、成長期のマイクロソフトから現金配当を受け取ったとしても、その投資先としてマイクロソフト以上のものを探すことは、現実的には難しかったであろう。株主の利益を考えれば、現金配当ではなく株式分割が正しい選択であったといえる。そして当初の成長期を一旦終えた2003年からは現金配当を支払うようになったのである。つまり成長期には自らの資源を全て成長のために費やし、成熟したのちは配当として成長の成果を株主に

図表7



図表8



還元していったのである。企業と株主との関係が明快であり、それを仲介する株式市場が十分に機能している。これは一成長企業の特例ではなく、アメリカの資本市場の在り方と見るべきだろう。これを成長企業の典型例に過ぎないと見る訳にはいかないだろう。

これと日本の成長企業を比較してみよう。例は、ソニーである。図表8に見られるように、ソニーの株式投資収益率は1959年から1969年までの11年間で配当再投資も含めたトータル・リターンで複利年率1.51倍であった。マイクロソフトは配当をし

ていなかったため、修正株価の上昇率がそのまま当該期間のトータル・リターンである。その数値はすでに述べたように複利年率1.53倍であった。つまり、日米ともに新規成長株の成長期当初のトータル・リターンはいずれも複利年率約1.5倍という驚異的なものだったのである。しかし、マイクロソフトは配当を払わず、ソニーは毎年配当を払い続けた。1959年から1969年までのソニーの配当利回りは平均で2.59%であった。日本の公定歩合が同時期平均で6.31%もあったときに、2.59%の配当利回りにどんな意味があったのか。ましてや年率1.51倍に

なるソニー株以外に、当時どんな好条件の投資先が国内にあったろうか。

そもそも1954年、東京証券取引所は株式額面の10%を配当の下限とする上場基準を設けていた(落合2004)。そして落合2004は東証の審査基準を引用しながら、次のように言う。

「『当該会社の収益率が良好であり、かつ原則として資本の額に対し、年10%以上の利益配当を継続してなしうる見込みのあること』というものであった。上場審査基準の趣旨は『会社の収益継続性を重視することによって上場株券としての適格性を厳密にしあわせて国民投資の安全性に寄与する』ことにあるが、この趣旨を達成することと配当率に下限を設けることとの間に論理的関連がないことは明白である。」

今日、配当率の基準は東証にはないが、国内の安定株主の心情の中には、安定的な配当は依然として存在しているだろう。マイクロソフトとソニーのその成長期における配当政策の違いは、そのまま日米資本市場の基本的な違いを反映していると言える。

5. 日本企業の安定・安全・安心志向

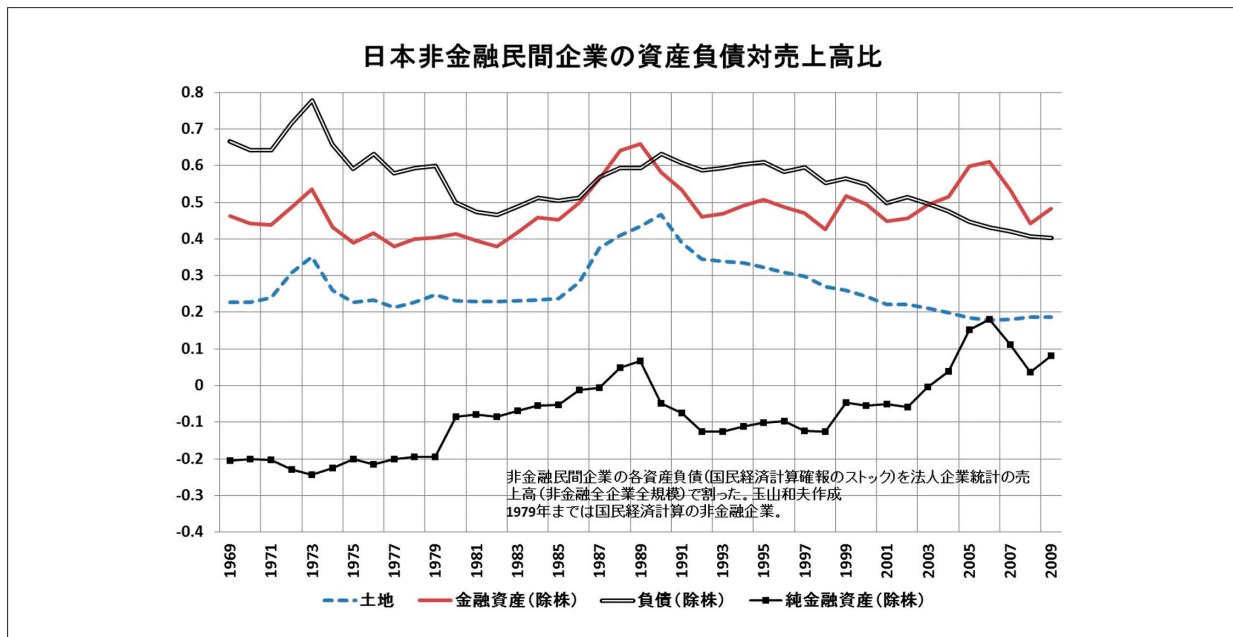
日本企業のキャッシュ・リッチぶりを、減価償却費の多さ、支払配当の少なさから見て来た。そもそも、キャッシュ・リッチであり続けたい企業の動機は何なのか、それは株主にとって、いかなる意味を持つのかを、玉山2013、玉山2016、玉山2017を参照しながら、再考する。結論から言えば日本企業の

経営者が、安定・安全・安心志向であることによる。しかし、資本主義である以上、株主の意向を尊重する必要がある。最後に、それを支持する日本特有の安定株主の存在について、言及する。

5.1 地価と企業負債

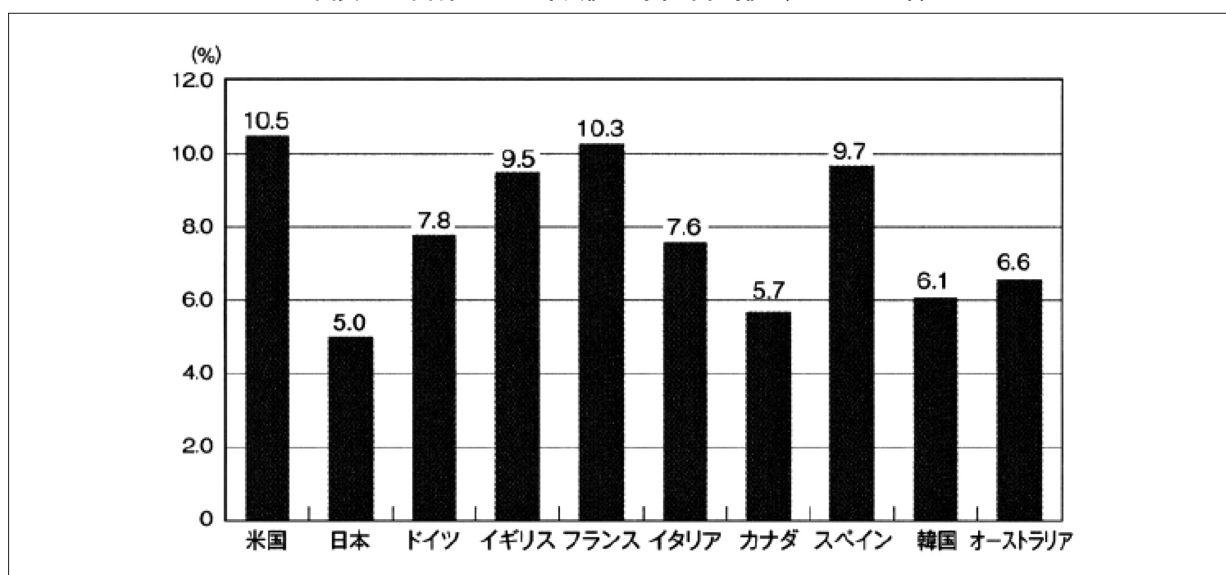
玉山2013によれば、地価の下落を補うように日本企業は、負債を圧縮してきた(図表9)。実際、1991年から2009年までの日本企業の土地資産の減少額(主に地価下落によると思われる)275.443兆円に対して、株式をのぞく負債減少額は262.629兆円であった。つまり時価ベースの純資産額をなるべく維持しようとしていたのである。玉山2013では、こうした日本企業の行動パターンをみて、土地神話は終焉していないとした。なぜなら地価が企業の資産負債構成を左右しているからである。このことは、日本企業は高い地価に経営の安定・安全・安心を託していたという事である。そして地価が下落していくなかで、それを補完すべく負債を圧縮していったのであるからには、その行動原理もまた安定・安全・安心志向といえる。結果として、日本企業の純金融資産は、地価下落期にも趨勢としては増加し、キャッシュ・リッチな資産負債構成を達成した。

図表9



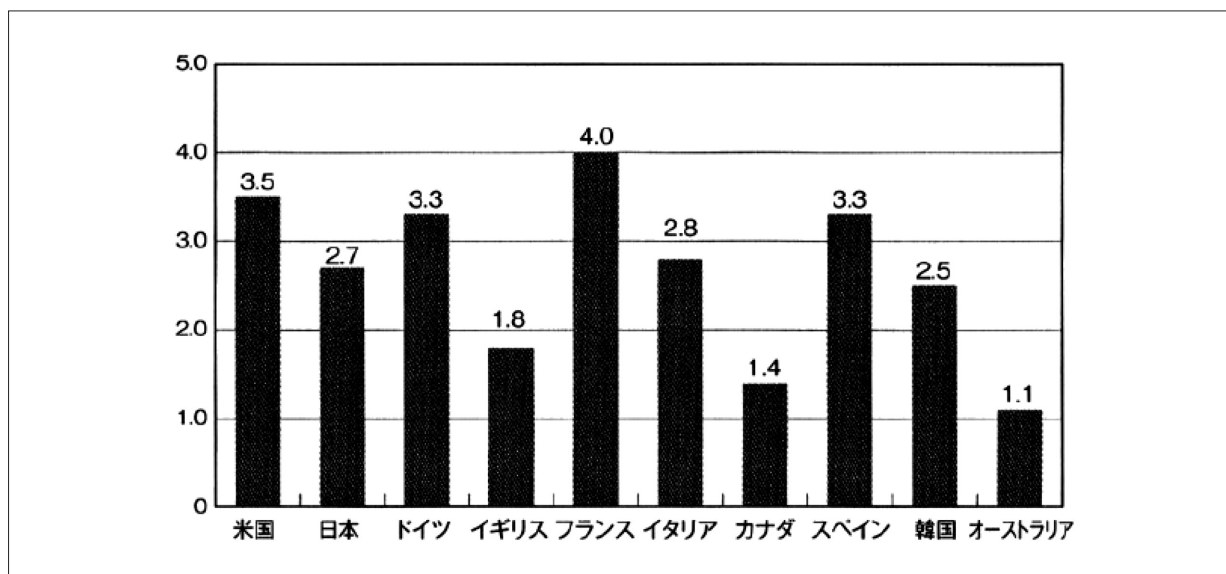
玉山2013より引用

図表 10 国別のROE 中央値の時系列平均値 (1985-2006年)



中野誠「業績格差と無形資産」東洋経済新報社 2009年

図表 11 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

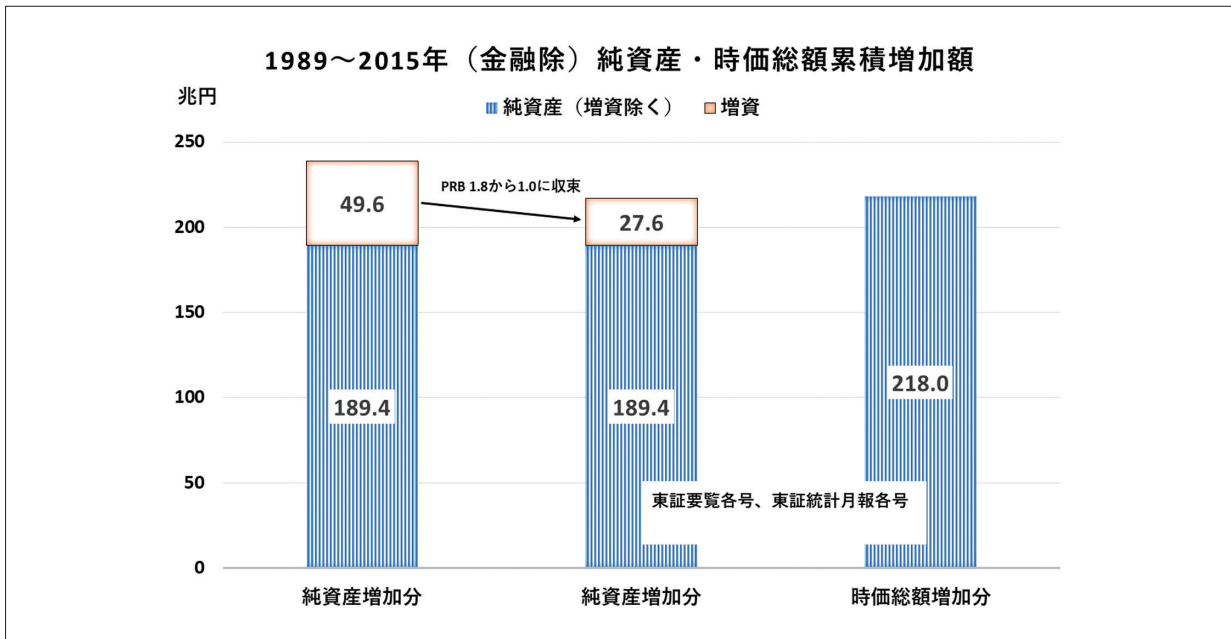
5.2 リスク回避志向と安心社会

日本企業が安心社会に生きていることを社会心理学を援用して論じたのが、玉山 2016 である。図表 10 に示すように、日本企業の自己資本利益率(ROE)は、他国に比べて見劣りがする。しかし、ROE の偏差値で ROE の中央値を除いたリスク調整済み ROE で見ると、先進国のなかでの平均値に近くなる(図表 11)。よく言えば安定的、悪く言えばあえてリスクを取らない経営なのである。玉山 2016 は、「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。」とまで言う。

玉山 2016 は、山岸 1998 の知見を披露して、日本を身内の中で安心を求める安心社会、アメリカを外部や新分野との関わりを求めて自らも信頼関係を構築していく信頼社会としている。そして、「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

図表 12



玉山 2017 より引用

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。」と問いかける。

そして玉山 2016 は、日本企業の多くは変わることが出来ないとしている。日本企業が変わるとしたら、それは日本人以外の投資家が、株主と日本企業との「信頼関係」を求めて来た時、それに答えられるかどうかにかかっていると。

5.3 保守的な投資家

図表 12 は玉山 2017 から引用した東京証券取引所での時価総額の増加額が、純資産の増加額（増資額含む）にほぼ等しいことを示すものである。検証期間は 1989 年から 2015 年までの、バブルが崩壊してその後長い低迷期を経て、黒田日銀総裁の登場で、やや回復した時期である。この長い低迷期にも、純資産増加分までは株式時価総額を増加させる投資をする投資家があった、ということである。つまり追加的な投資の PBR は 1 であったということである。ゴードン・シャピロ・モデルによれば、PBR は要求リターンから BPS の成長率を引いた差によって決まる。

$$PBR = \frac{d}{k-g}$$

g : BPS 成長率 = $ROE \times (1 - \text{配当性向})$

k : 要求リターン

d : 純資産に対する配当の率

r : $ROE = g + d$ したがって、 $d = r - g$

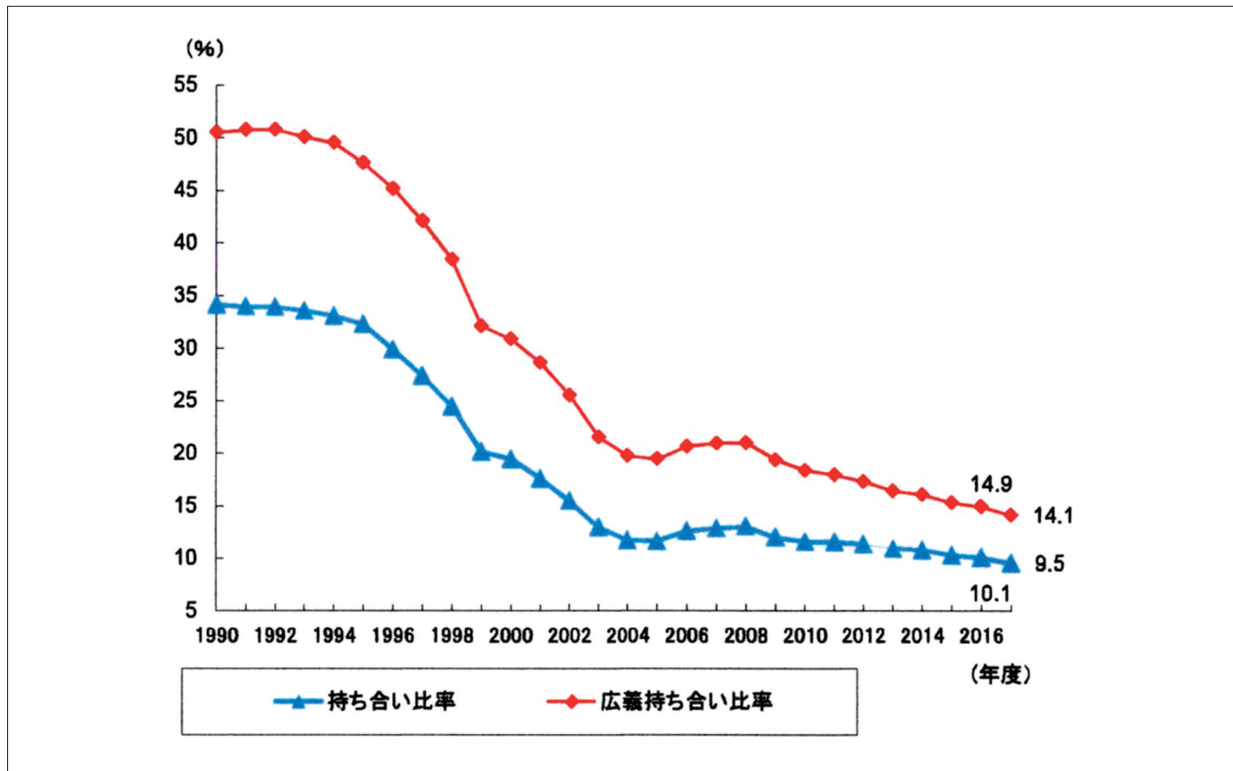
経済や株式市場の低迷期に、PBR が 1 を下限に張り付いたということは、ゴードン・シャピロ・モデルにおいて分母である要求リターンから PBR 成長率を引いた差が、ほとんど変化しなかったということである。それが有り得るのは、投資家が ROE の低下を見越して自ら要求リターンを低下させていた時であろう。その安定志向投資家とは、株式投資リターンよりも、企業の経営の安定を求める、国内金融機関や事業法人政府、地方自治体などと思われる。

6. 安定株主とその対比としての機関投資家

図表 13 に示すのは、野村資本市場クォーターリー 2018Autum に掲載された株式持合い比率の推移である。これによれば、わが国資本市場の悪名高い「株式持合い」は、ピークに比べて著しく減少してきたと言える。とはいえ、その勢いは 2004 年以降、はっきりと衰えている。

持合い株主とは別に、政策保有株主という日本独特と一般にはとらえられている株主の存在を忘れてはならない。図表 14 は上田・小林 2017 から引用した政策保有株主比率と機関投資家比率の推移である。ここでいう政策保有株主とは、政府および地方公共団体、保険会社、銀行、事業法人であり、機関投資家とは、国内年金、国内投信、外国法人である。

図表 13 株式持ち合い比率の推移



(注) 1. 持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）。

2. 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

野村資本市場クォーターリー 2018 Autumn

「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2017年度）」

上田・小林 2017 によれば「政策保有株主は、ほとんどの場合、株主総会において賛成票を投じる友好的な株主として認識されている。」

スチワードシップ・コードの導入は、「機関投資家との建設的対話と通じて企業が持続的成長を目指す」ものである。図表 14 によれば、近年政策保有株主の比率は徐々に低下してきており、一方で機関投資家の比率は 2012 年以降着実に上昇している。日本企業の経営が、健全なチャレンジ精神を發揮できるものに変わっていきけることが期待できる傾向とはいえる。ただし、上田・小林 2017 は、政策保有株主の減少または機関投資家の増加をもって、スチワードシップ・コード導入の目的が達せられると単純には考えていない。

7. まとめ 市民社会の信頼関係

日本の企業は株主に報いていない。それは資本主義本来の意味での株主とは言い難い政策保有株主が依然としてマジョリティであるこの株式市場の宿命とさえいえる。玉山 2016 に従えば、政策保有株主

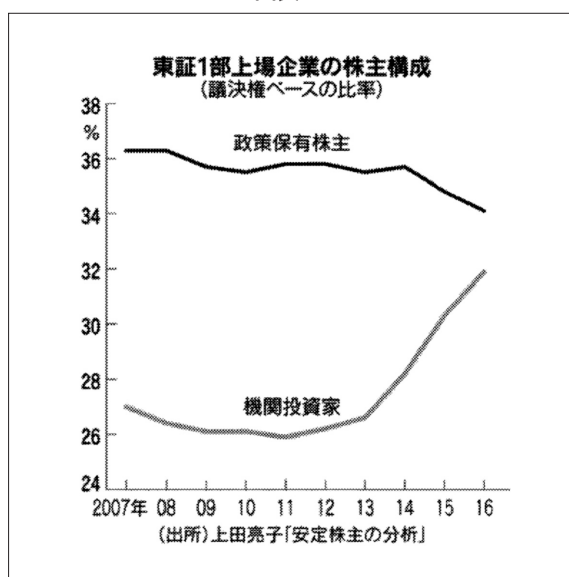
とは、「安心社会」に生きる投資家であり、その対比としての機関投資家は、「信頼関係」を求めている。世界の資本市場は本質的に「信頼関係」で成立している。だとすれば、やはり機関投資家の保有比率が上昇することが、日本企業が株主に報いる経営に転換していくための重要な要因と言える。

その大前提はやはり企業の利潤である。端的に言えば世界で評価されるだけの十分な ROE である。日本の ROE が低い最大の理由は低い売上高純利益率である。2000 年以降、わが国の売上高純利益率は民間最終消費デフレーターの上昇率によって、かなりの部分が説明できる（玉山 2017）。価格が決めたのである。玉山 2017 は言う。

「成熟した市民社会では、提供された財・サービスに対してその価値を認め敬意をもって、正当な対価を支払うことで報いる。企業も消費者も、市民社会の構成員としての成熟度を試されている」

世界の投資家に評価され、株主に報いる企業とは、成熟した市民社会で培われた信頼関係に立脚するものなのである。

図表 14



上田亮子・小林慶一郎「企業統治と安定株主」
2017年8月30日、日本経済新聞「経済教室」

図表 14に見られる、機関投資家の保有比率の上昇が今後も継続することが、日本の企業および資本市場が転換していく要件といえる。

参考文献

- Goyal, Abhinav. Muckley, Cal B. Qian, Jun “QJ”. And Tehranian, Hassan “Investment and Deleveraging Financed by Dividends: Evidence from Japanese Business Group” Mickal J. Brennan Irish Finance Working Paper, April 30, 2018. Financial Mathematics and Computation Research Cluster
- 上田亮子「安定株主の分析」別冊商事法務 No.412, 2016年
- 上田亮子・小林慶一郎「企業統治と安定株主」2017年8月30日、日本経済新聞「経済教室」
- 落合孝彦「安定配当政策の形成過程における10%基準の意義と役割」青森公立大学 経営経済学研究 2004年
- 加賀谷哲之「日本企業の配当行動と特別損益の関係性」国際会計研究学会 年報2013年度第1号
- 国枝繁樹「コーポレート・ファイナンスと税制」ファイナンシャル・レビュー December 2003
- 国枝繁樹, 布袋正樹「日本企業の配当政策と税制」一橋大学経済学研究科 Discussion Paper No.2009-7
- 諏訪部貴嗣「株主価値を向上させる配当政策」証券アナリストジャーナル 2006.7
- 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

玉山和夫「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—」札幌学院大学 経営論集 2016年2月

玉山和夫「晴れた日には日経平均4万円が見える」札幌学院大学 経営論集 2017年10月

中野誠「業績格差と無形資産」東洋経済新報社 2009年

山岸俊男「信頼の構造」東京大学出版会 1998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

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)

