

**日本の上場企業の業績と株価
アセット・オーナーの視点からの考察
2016年5月**

国際基督教大学 基金担当理事

新井 亮一

大学基金の特徴

- 代替予算がなく、運用収益の低迷が、教育環境の劣化に直結する
- 長期的な資金収支、即ち基金からの拠出スケジュールの予測が可能で、プライベート・エクイティやインフラなど流動性リスクがある商品への投資が容易
- 簿価主義（半値以下になると減損リスクが生じるが、それ未満の時価変動は法人決算に影響しない）

基金における日本株の位置づけ

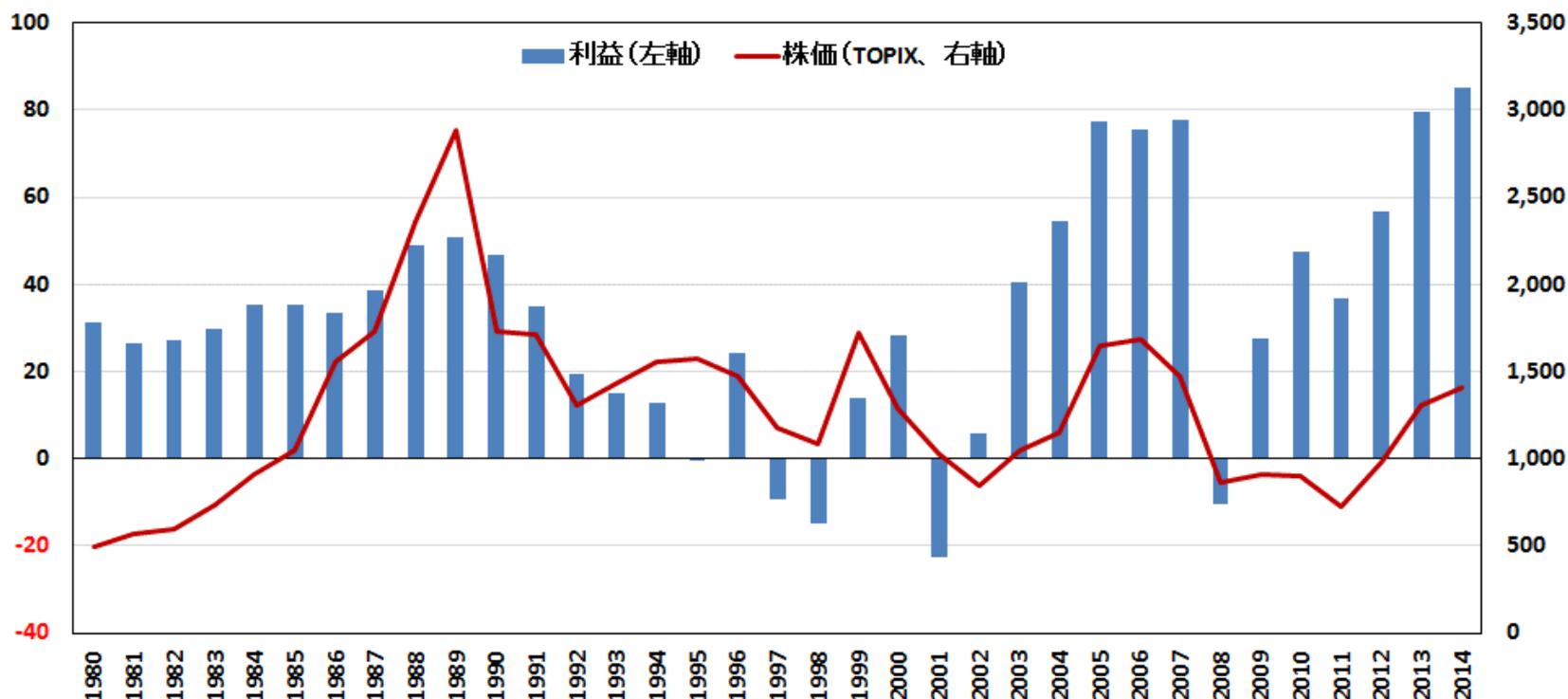
- 基金にとって日本株は重要な資産
 - 金利低下が続く中、株式のリスクプレミアムは、基金の収益率向上に貢献
 - 負債のインフレリスクに対するヘッジ(海外株式での代替は不完全)

- 日本株に対する資産配分の決定には、期待収益率を算出する必要がある。一般に過去の実績から推計するが、日本株の場合、80年代バブルの影響で難しい。そこで、過去の業績データから推計する
 - 期待収益率算出 = **配当利回り + 配当の成長率**
 - 配当の成長率は、長期的には利益の成長率に近似する

そこで、80年以降の上場企業の利益のトレンドを確認する

東証1部上場企業の利益

株価と利益の推移

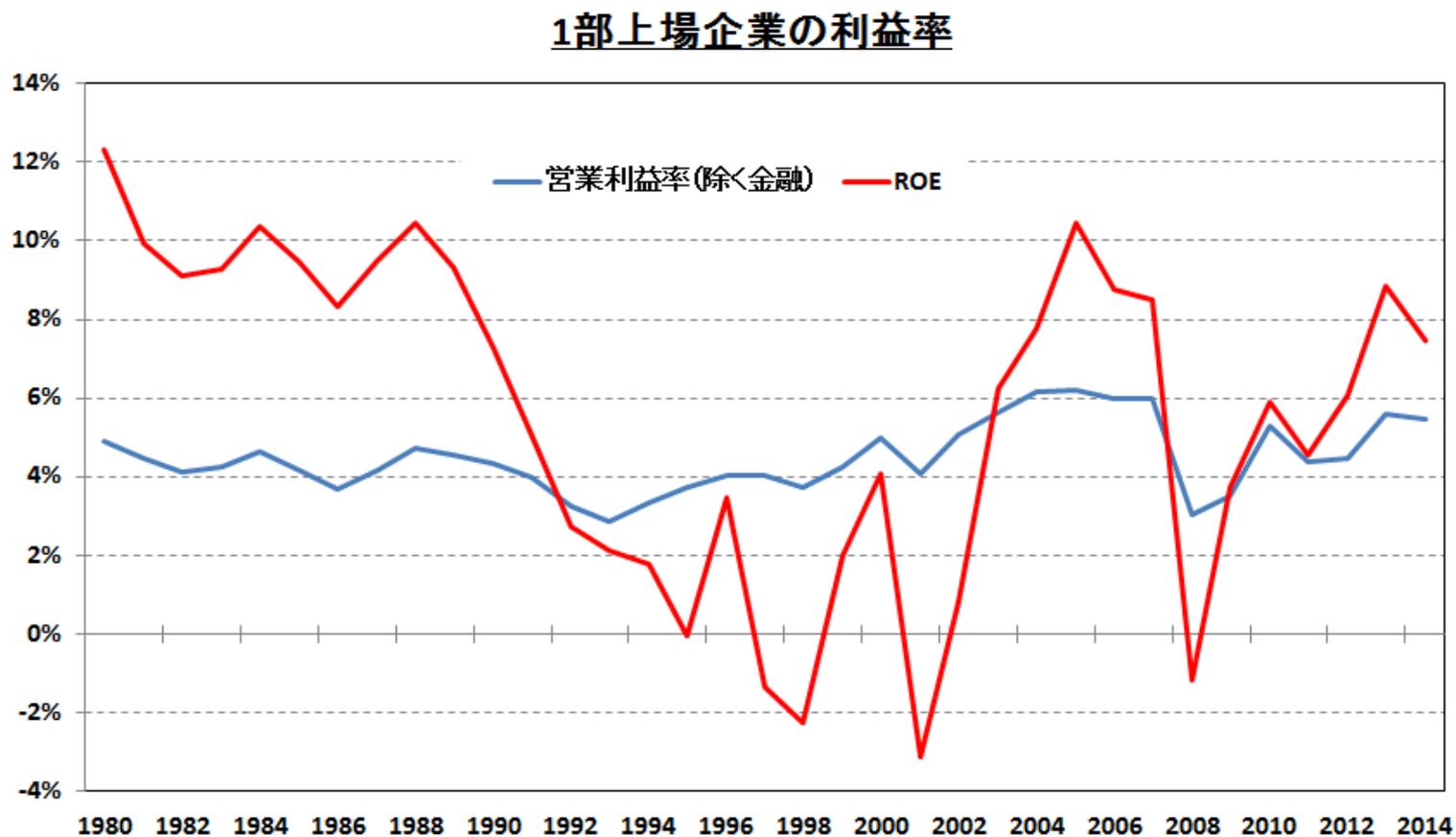


出所) 有価証券報告書、QUICK AstraManager

注) 株価はTOPIX。各年のTOPIXは12月末現在、利益はTOPIXベース

- 過去35年間の上場企業の利益は年率3.5%程度の成長率。この時期のマクロ経済の低迷を考えれば悪くない。PER15倍(益率回り6.6%)、総還元性向を50%とすれば、長期的には**6.8%の期待収益率**となる

東証1部上場企業の利益率



出所) QUICK AstraManagerから筆者作成
注) TOPIXは、12月末時点。

➤ 営業利益率は改善傾向。ROEも回復している

日本の上場企業の利益は堅調

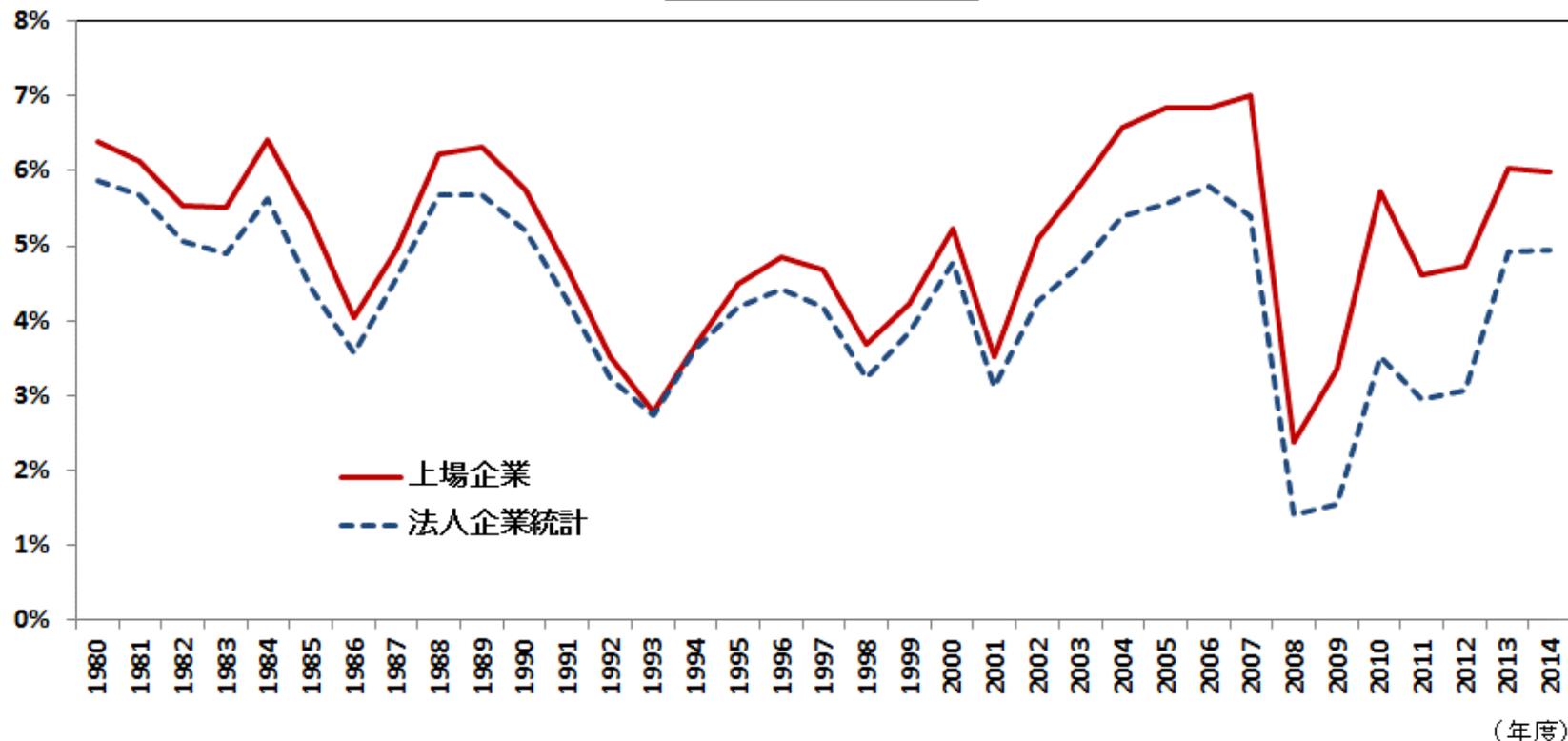
- 過去のデータから、日本株には7%弱の期待収益率が見込め、海外株式と同等の魅力がある。また、利益率も回復傾向で、充分投資対象となる

- これは、学会・金融界で多くみられる以下のような日本企業に対する悲観論とは矛盾する
 - 法人企業統計でみる企業収益は良くない
 - 日本経済の低迷が続いている
 - “実際に私が勤務している会社の経営は問題が多い”・・・国内金融法人のエコノミスト・ストラテジスト・アナリスト等の証言
 - 株価は長期低迷(80年代末のピークを未だ抜けない)
 - 海外(米国)に比較して低い成長率・利益率

日本株投資には、企業収益の長期時系列分析だけでなく、より詳細な分析が必要

1部上場企業集計値と法人企業統計：営業利益率

営業利益率の推移



(年度)
注) 法人企業統計は、資本金10億円以上の製造業
上場企業は、東証1部銘柄

- 法人企業統計は、単独決算ベースで2000年代以降の海外事業の利益貢献を過小評価。さらに海外の利益の貢献により、上場企業の利益はマクロ経済とかい離している

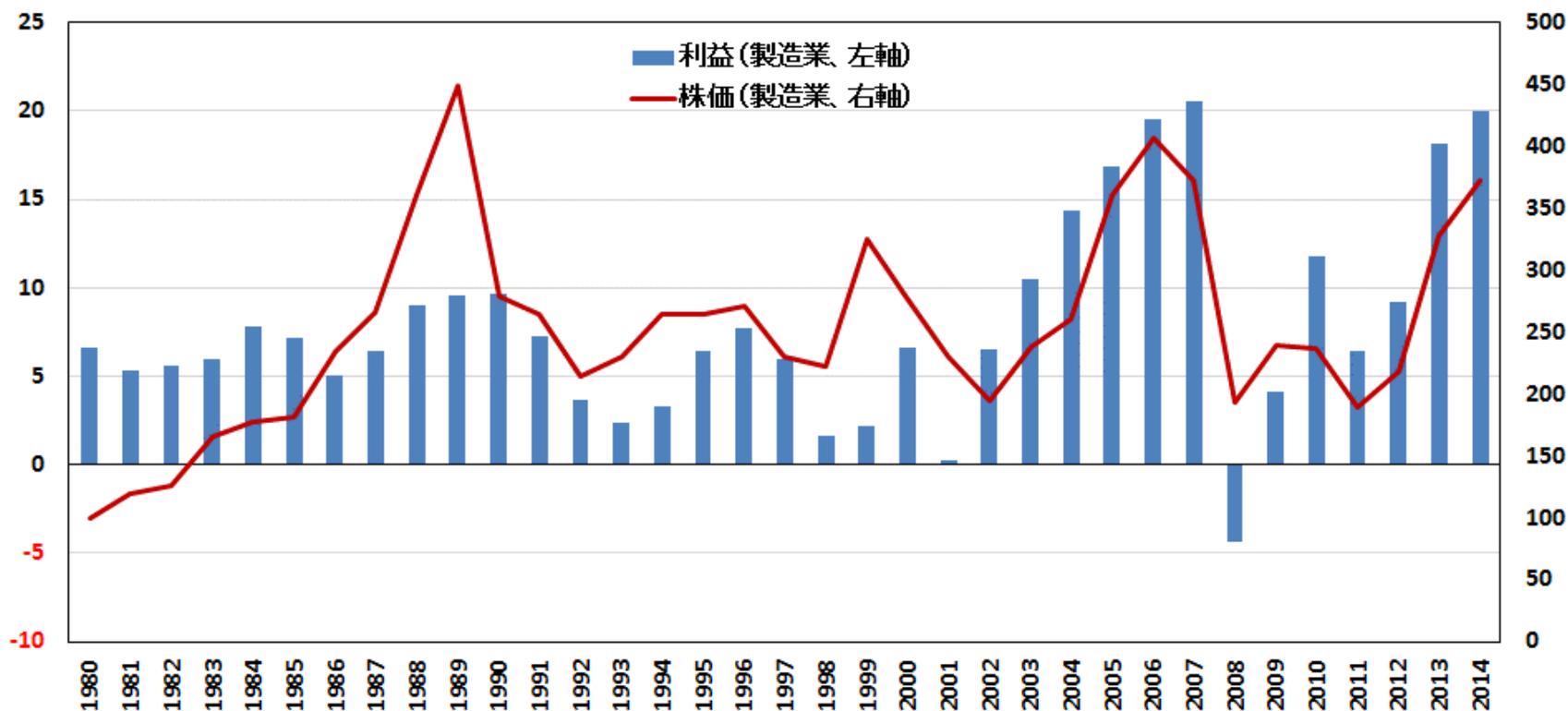
法人企業統計の問題

- 学会・金融で企業業績の分析で広く使われている法人企業統計には以下の問題があり、これで株式の評価をするのは問題
 - 単独決算ベースであり、上場企業の利益の半分を占めると言われる海外利益が捕捉できない
 - 母集団が変化するので、長期時系列の比較ができない

- しかし、多くのエコノミスト・アナリスト・研究者が法人企業統計を使う
 - データベースが使い易く無料
 - 上場企業の利益の集計は面倒。特に長期の時系列分析はデータベース化されていないものもあり作業量が多い
 - 法人企業統計には、人件費など有価証券報告書にはないデータもある
 - 四半期で発表(商売にしやすい)

東証1部上場企業の利益(製造業)

株価と利益の推移(製造業)

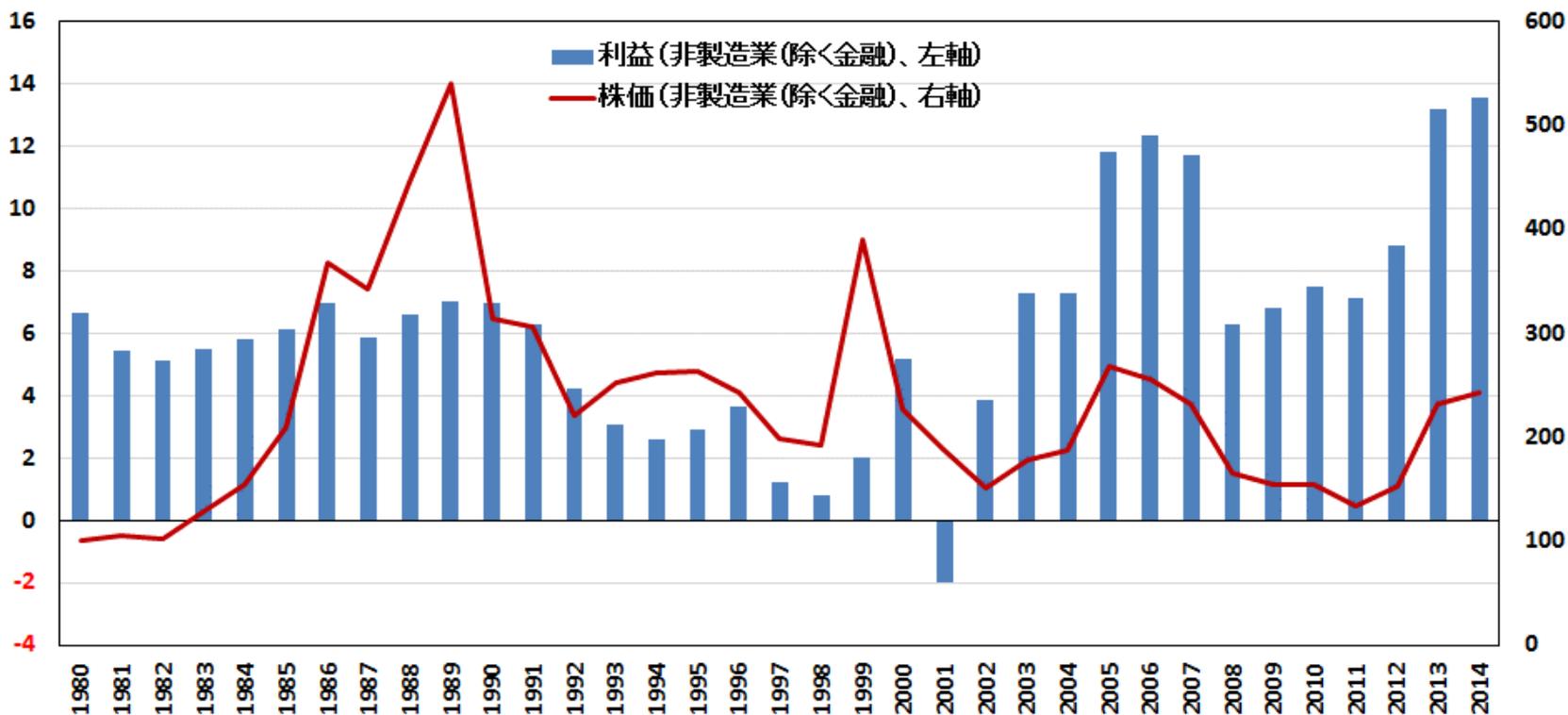


出所) 有価証券報告書、QUICK AstraManager

注) 株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

東証1部上場企業の利益(非製造業)

株価と利益の推移(非製造業)

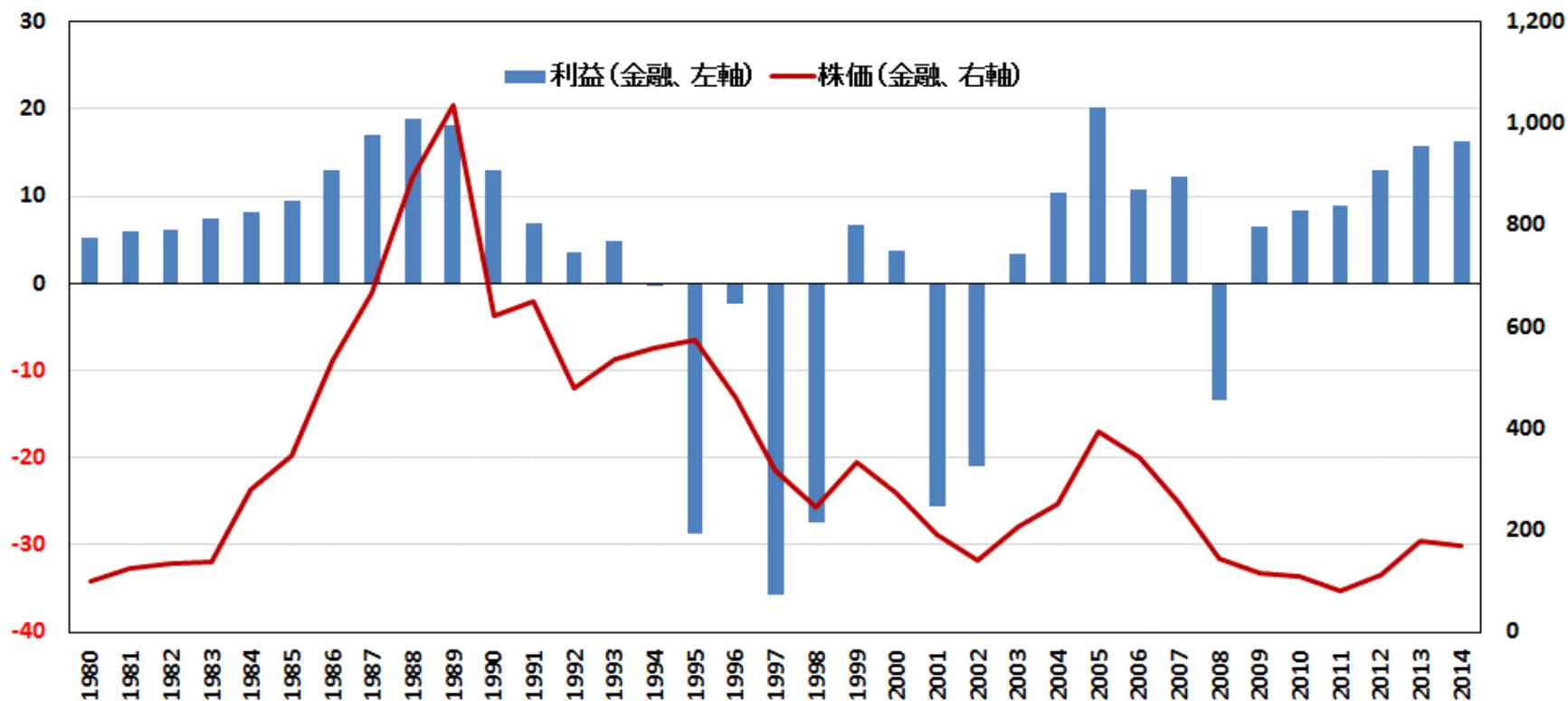


出所) 有価証券報告書、QUICK AstraManager

注) 株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

東証1部上場企業の利益(金融業)

株価と利益の推移(金融)

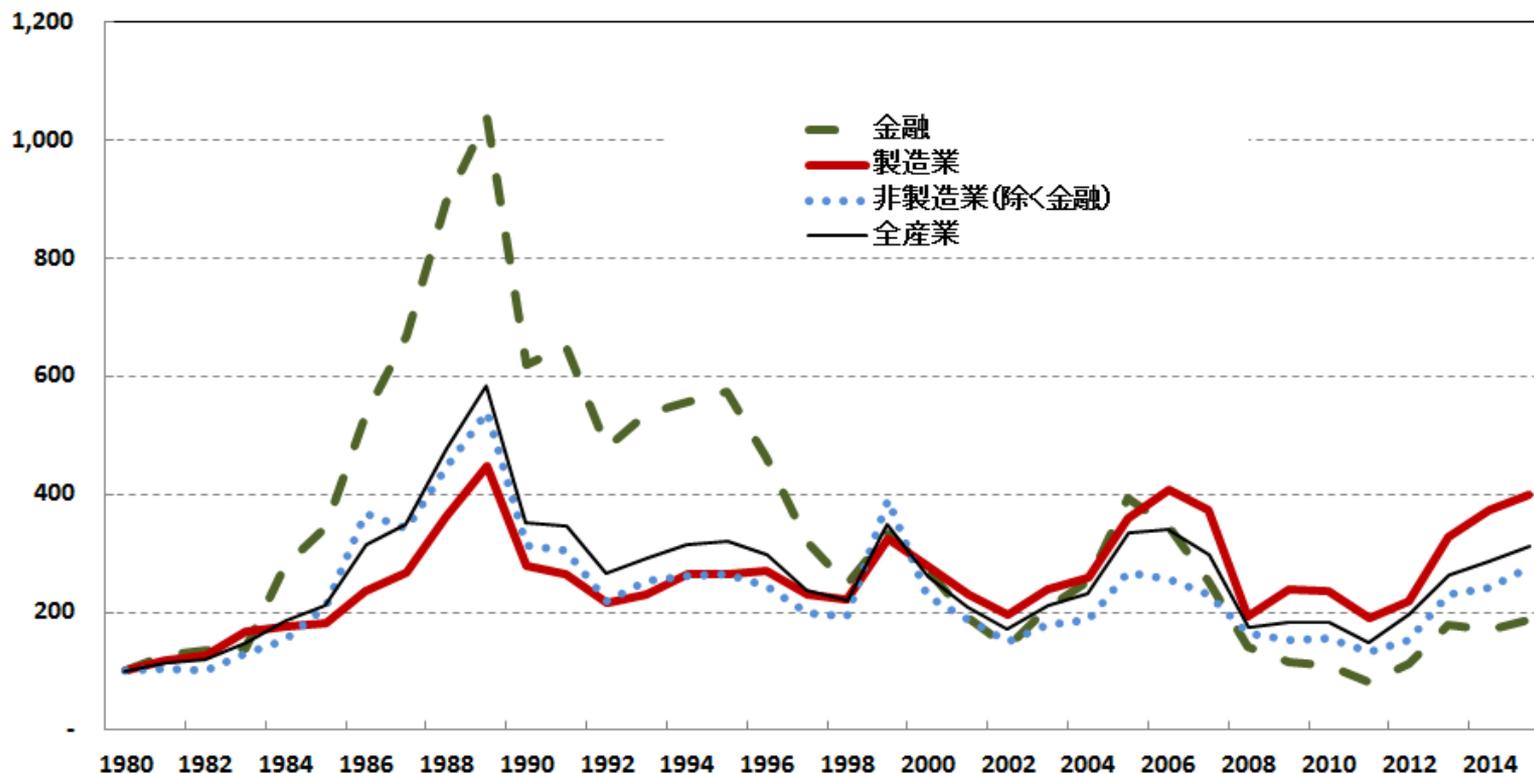


出所) 有価証券報告書、QUICK AstraManager

注) 株価はTOPIXと同様に算出、12月末現在、利益は株価に対応する利益

業種別株価指数の推移

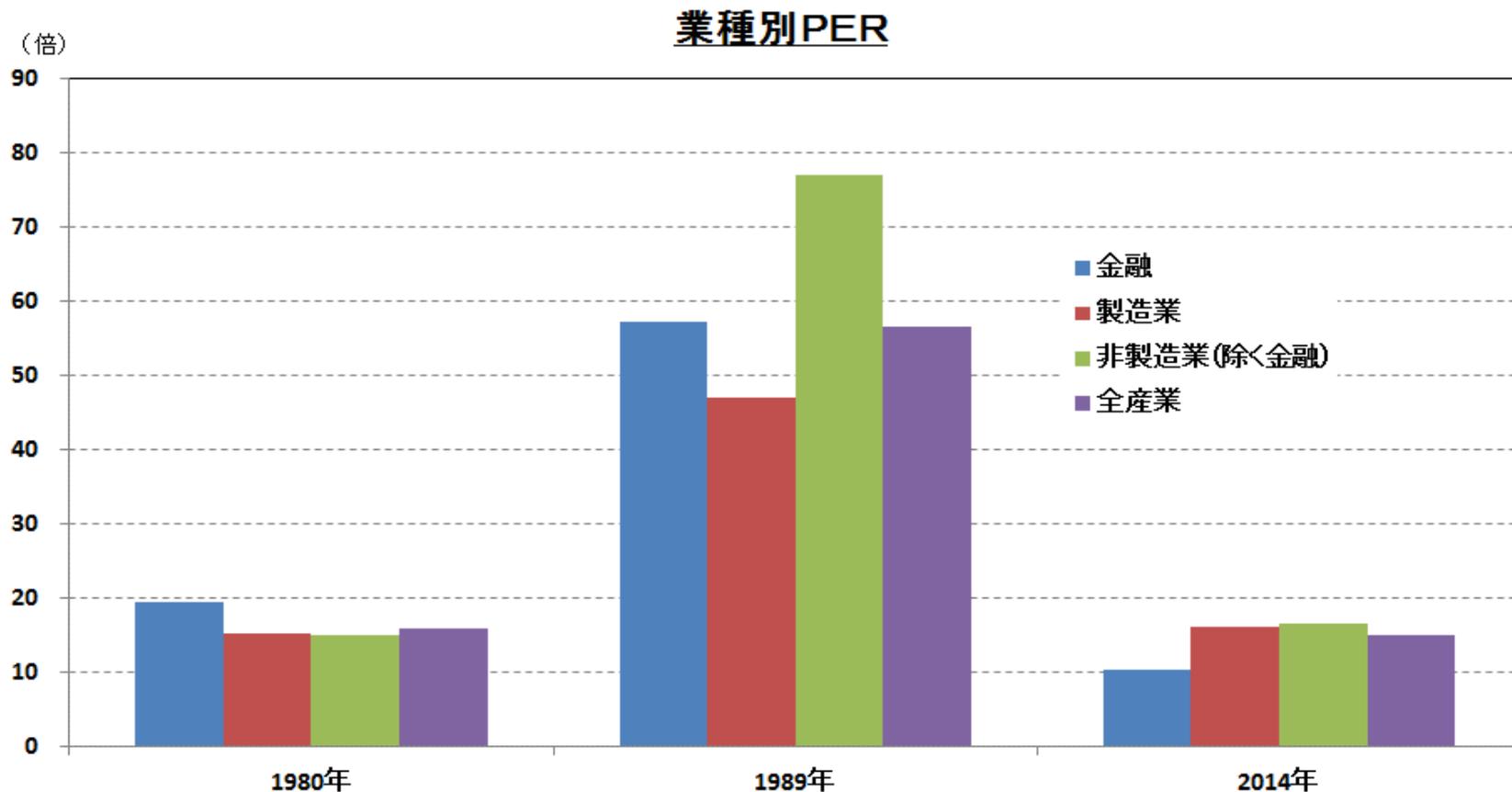
業種別株価指数(TOPIX型指数)



注) 2015年末まで。株価は12月末時点。業種別の指数は、東証33業種の指数、及び個別企業の上場株式数等から筆者が算出

- 80年代バブル崩壊後の株価低迷の主犯は、金融。日本企業の評価は金融業の仕事だが、自社を見ている限り強気になれない

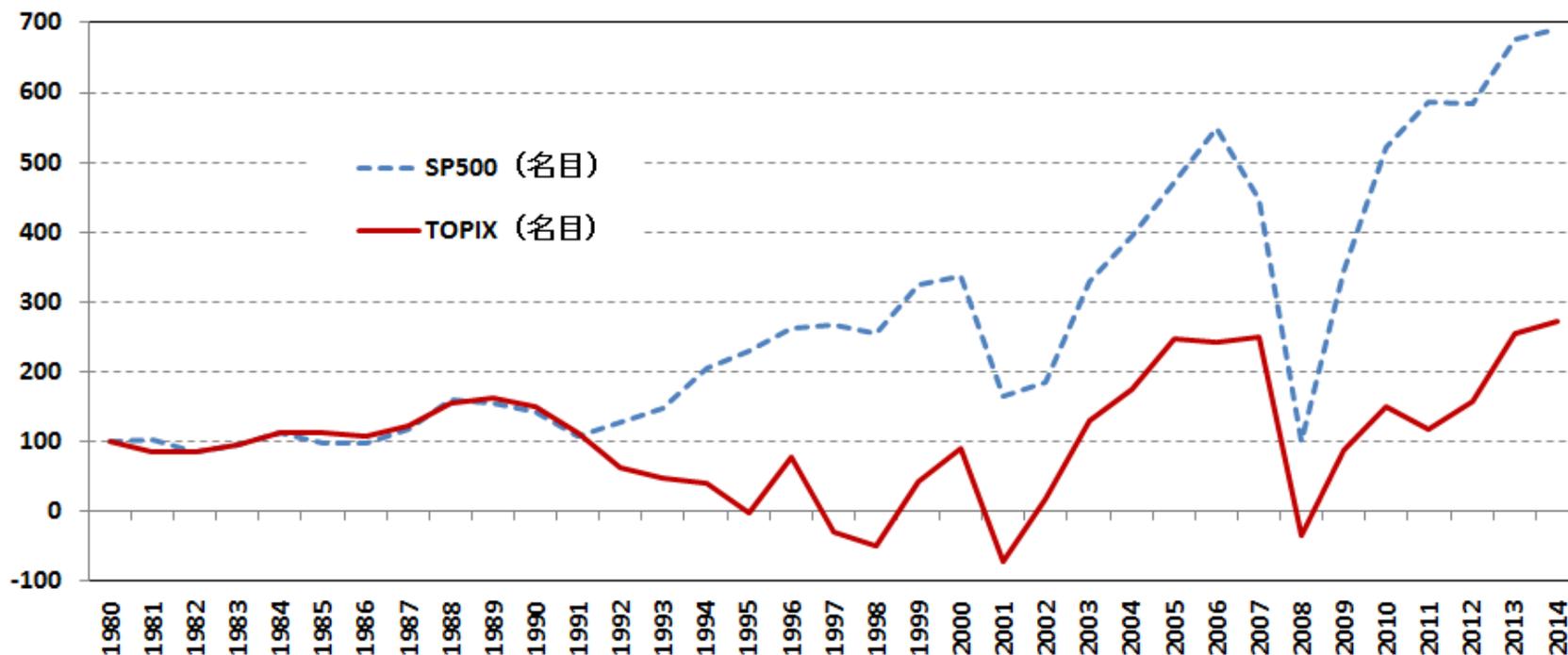
業種別PERの推移



- PER(株価収益率)で見ると、80年代末の株価は異常な水準。ここを起点とすれば長期に低迷と映るのは当然

日米の上場企業の利益比較

日米株価指数別利益比較(期初=100)

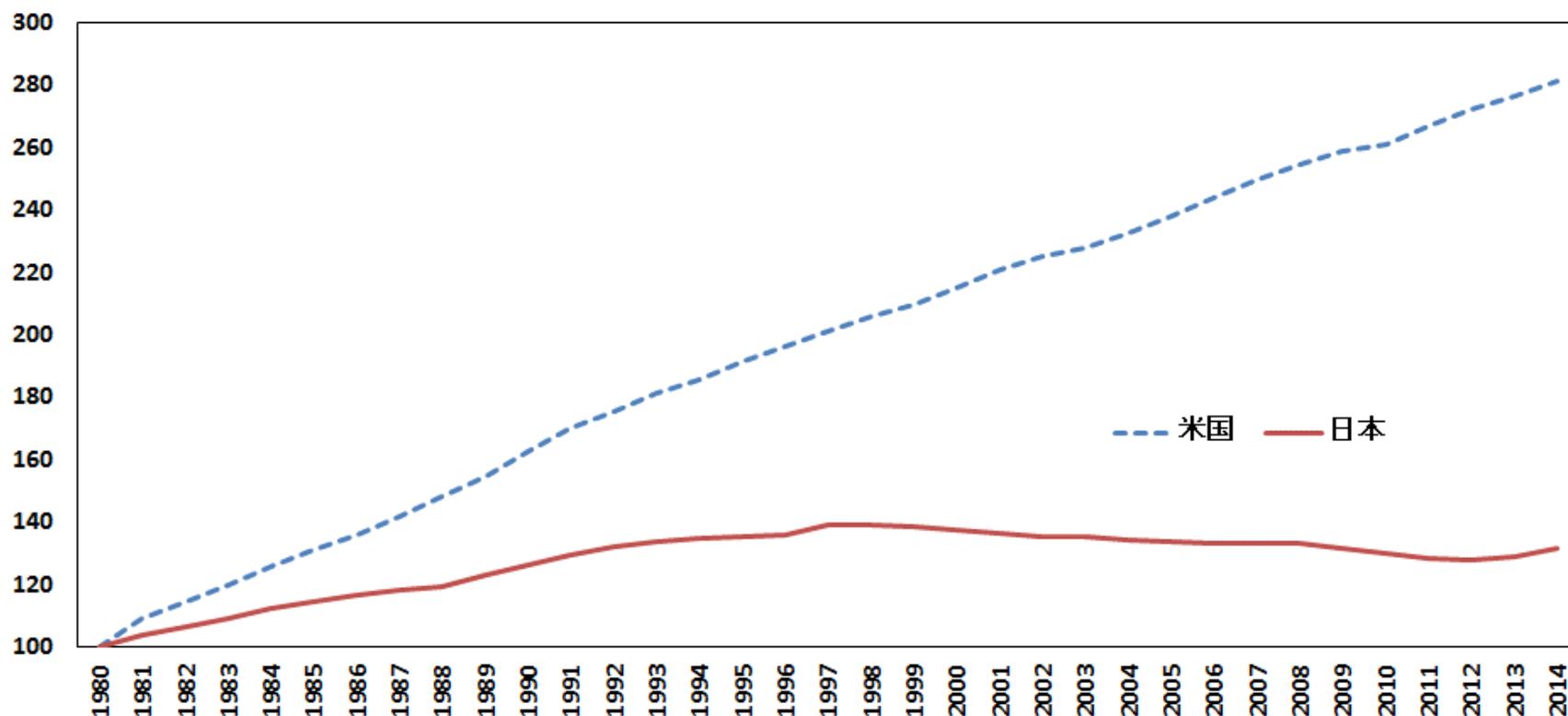


出所) S&P Dow Jones LLC. Quick AstraManager, Robert Shiller

- 日本企業の利益成長は、米国に比較して大きく見劣りがする

日米の物価推移

日本とアメリカの消費者物価指数の推移(1980年=100)

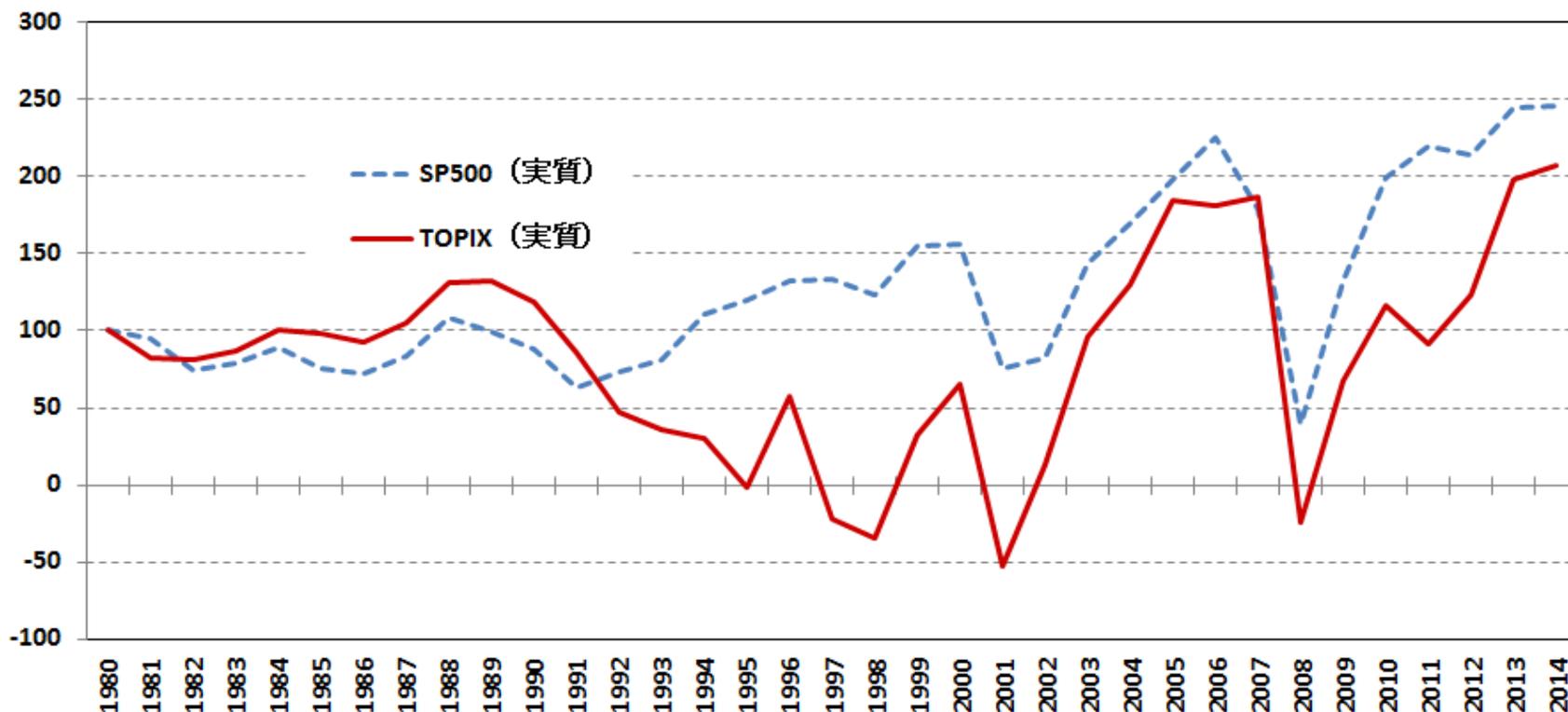


出所) Quick AstraManager

- 長期で見ると日米で大きな物価の格差が発生している。米国は3倍になったのに対し日本はわずか1.3倍

日米の上場企業の利益比較: 実質

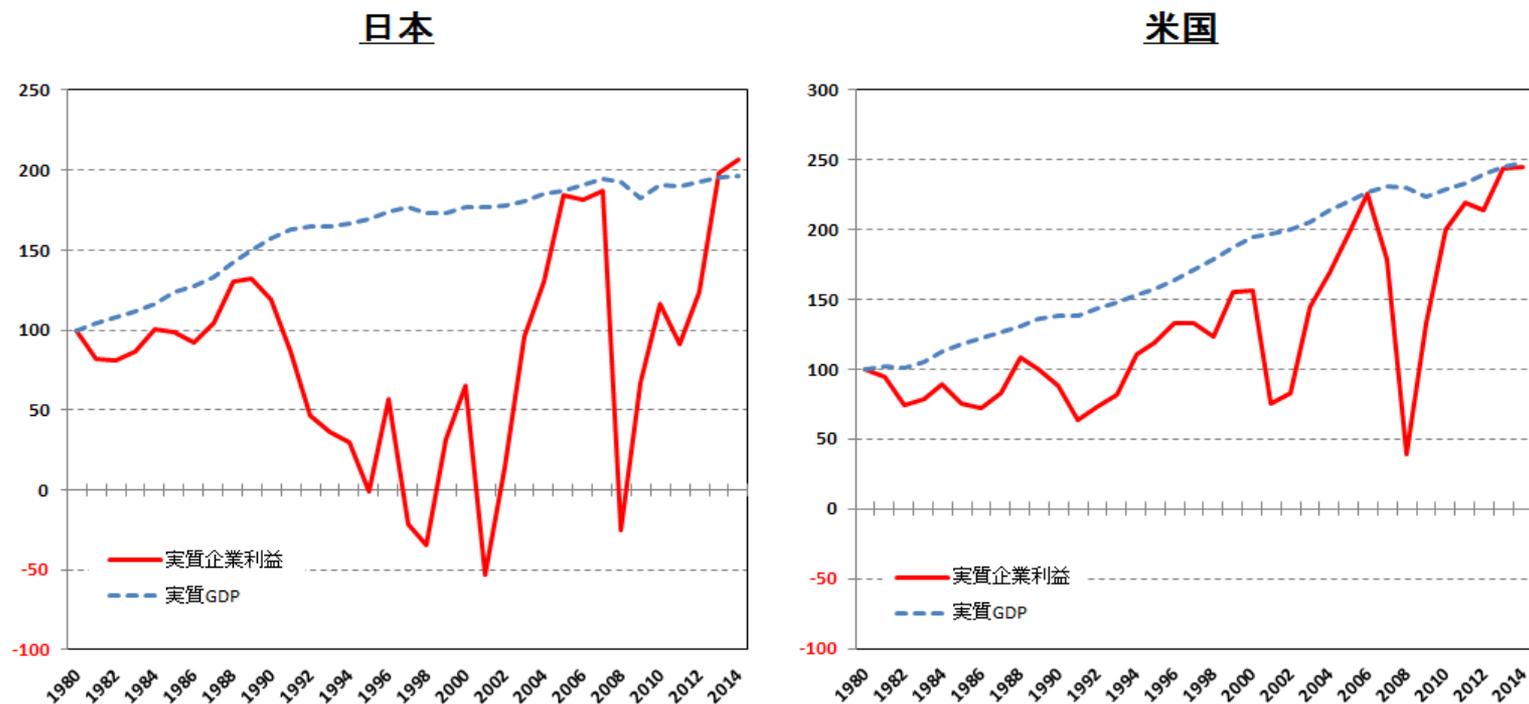
日米株価指数別実質利益比較(期初=100)



➤ 物価上昇を調整した実質利益で見ると、日米は逆転

日米の利益の比較：実質利益のGDPとの比較

実質GDPと上場企業利益(期初=100)

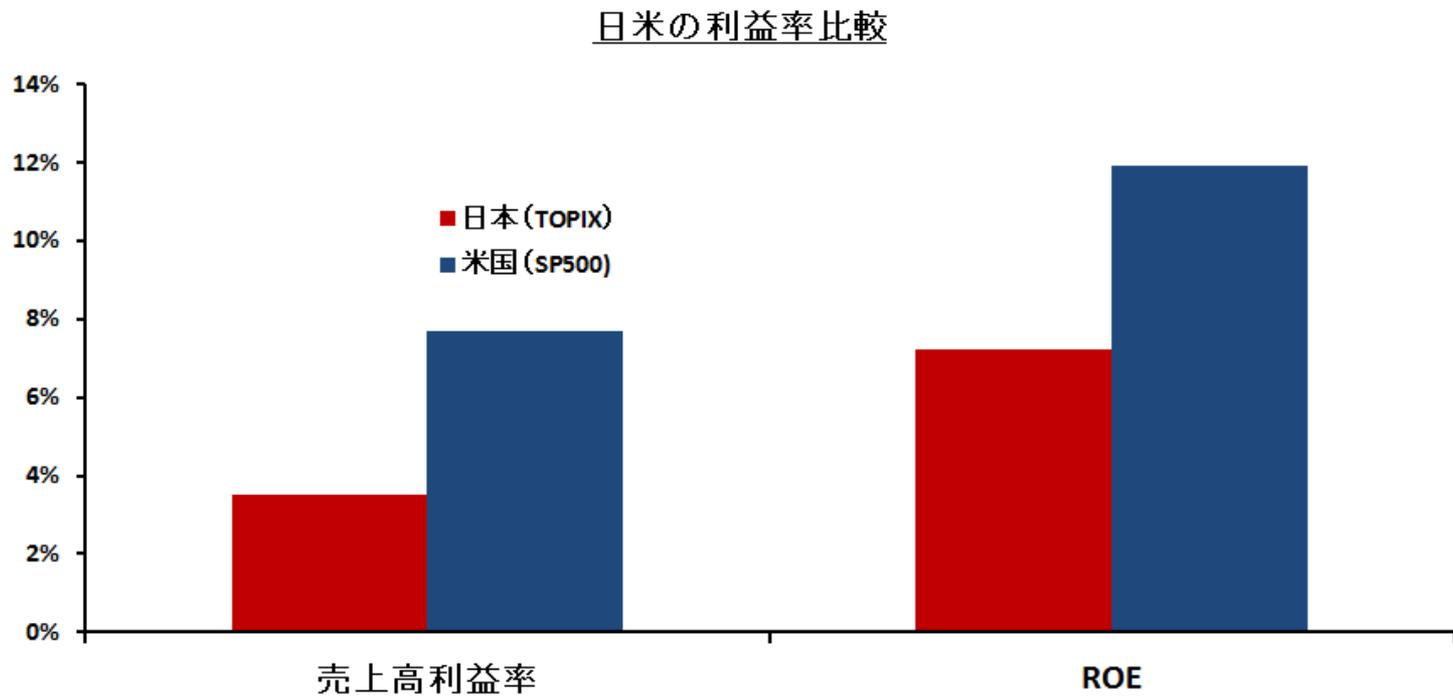


注：企業利益は、日本はTOPIX、米国はS&P500インデックスベース。
出所：QUICK、Robert Shiller

- 海外事業の貢献により、日本の上場企業の利益はGDPの成長率を上回る

低い利益率

- 日本株に対する悲観論の根拠の一つが、日本企業の低い利益率である



出所) S&P Dow Jones Indices LLC, 東洋経済, QUICK AstraManager
注) 2015年度、日本については東洋経済の予想。日本の売上高利益率は、金融を除く

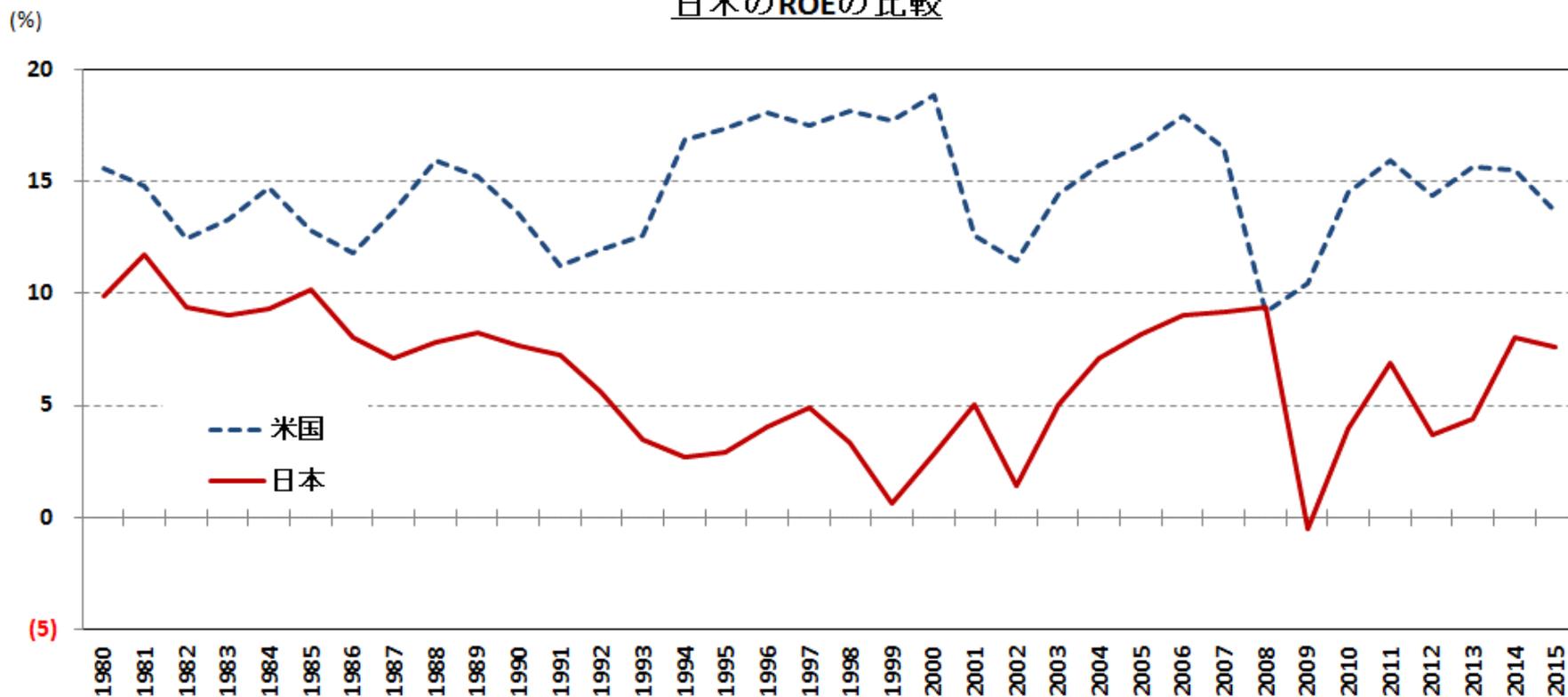
グループ分業の利益率への影響

- T社は部品をD社から購入し、株式の持ち合いをしている。D社の売上は全てT社向け。この場合、同じ事業を垂直統合をして行っているG社に比較して、同じ売上高、付加価値、外部資金でも利益率が小さくなる。(参考:伊丹敬之『日米企業の利益率格差』有斐閣)

	<u>T社</u>	<u>D社</u>	<u>G社</u>
売上高	10,000	5,000	10,000
営業利益	2,000	1,000	3,000
当期利益	1,000	500	1,500
自己資本	10,000	5,000	10,000
(持合い)	2,500	2,500	なし
営業利益率	20%	20%	30%
ROE	10%	10%	15%

日米の利益率の比較: ROE

日米のROEの比較

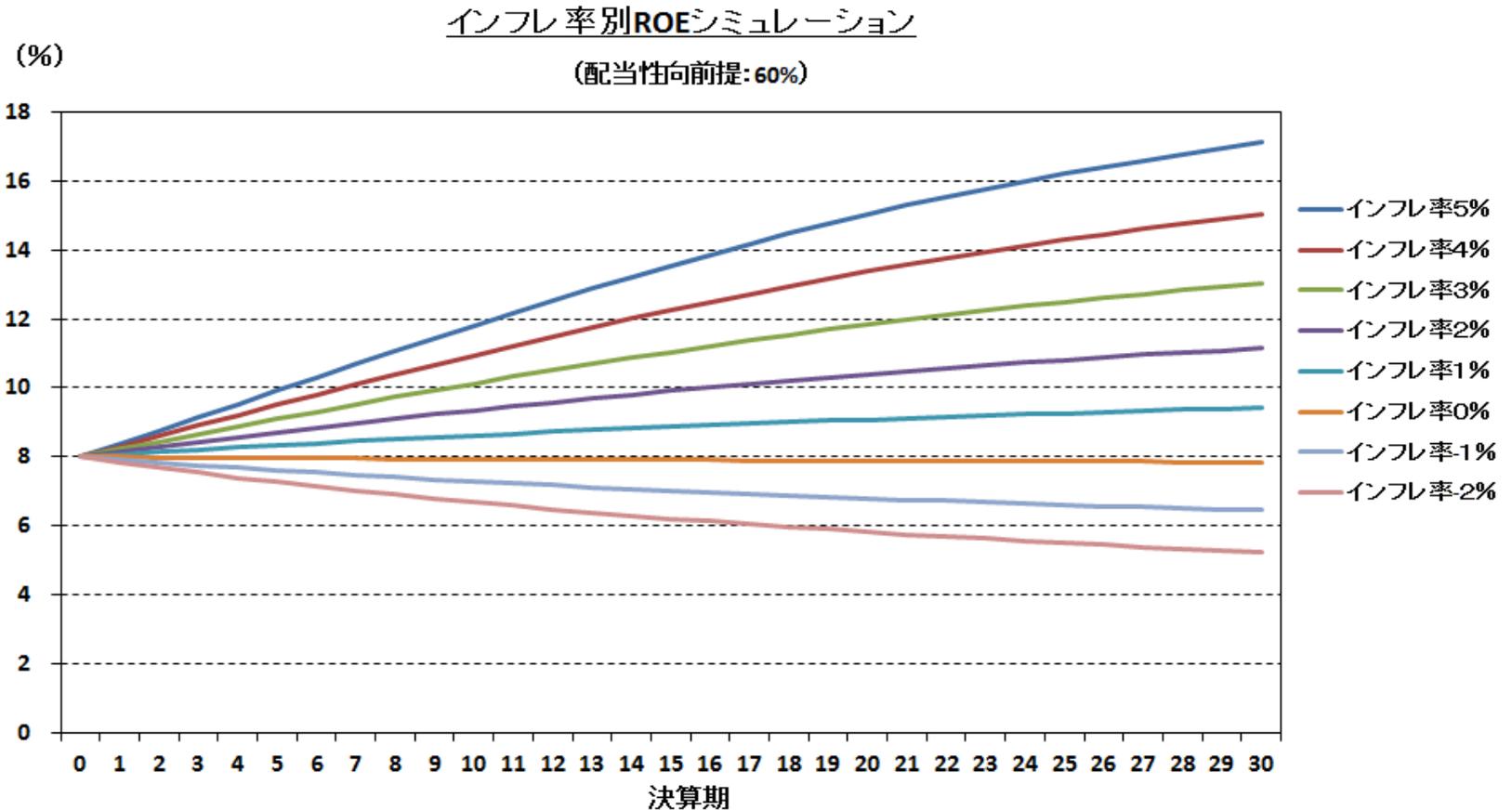


注: S&P500、及びTOPIX500採用銘柄で1980年度から2015年度までの財務データが取得可能な企業の集計値。銘柄数は、米国が225、日本が357
出所: Quick Astra Manager、DataStream

➤ 日本企業のROEは、近年回復傾向だが米国に比較して低い

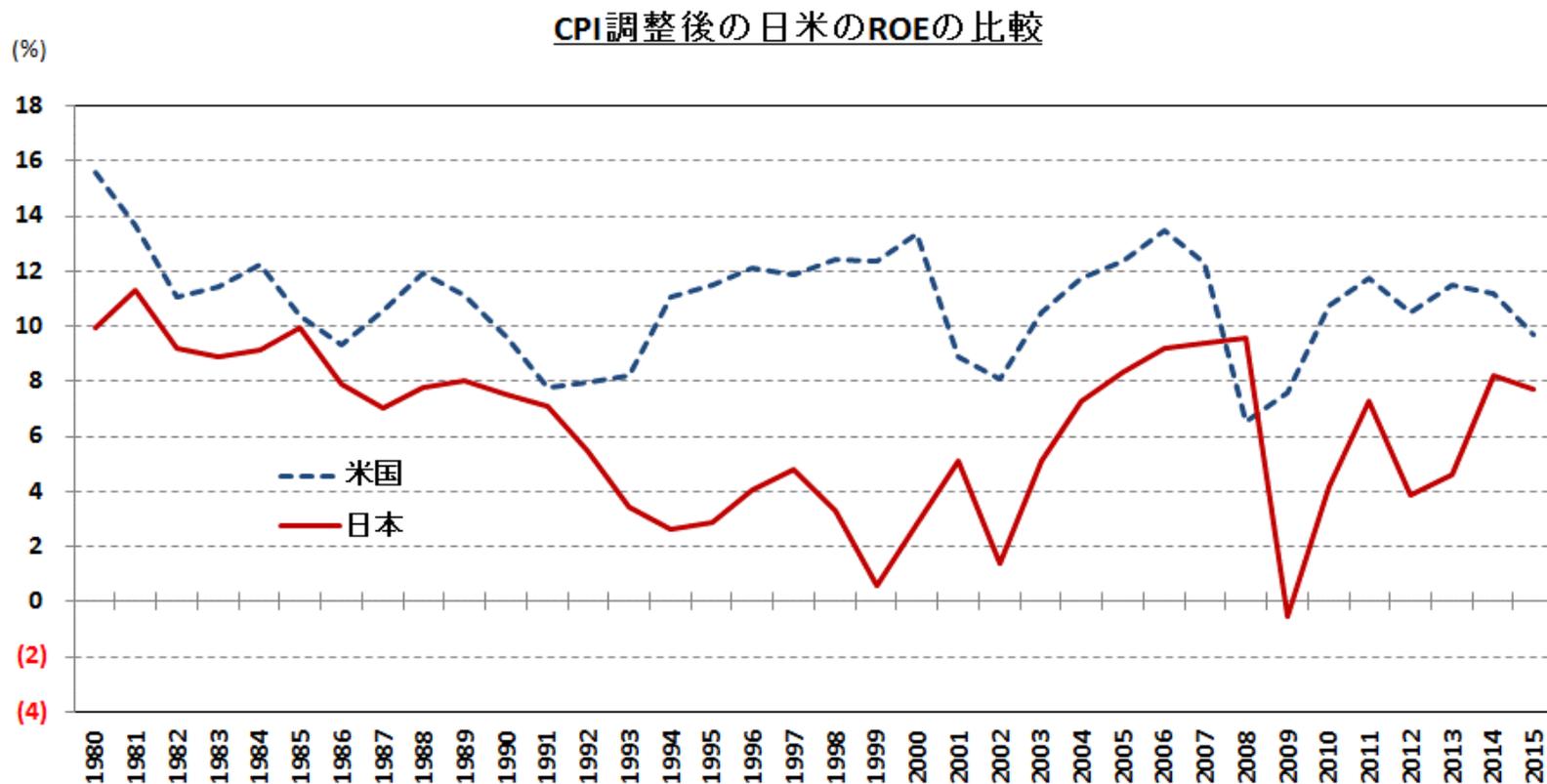
インフレとROE: 概念図

- ROEの構成要素のうち、R(利益)はインフレの影響を受ける“時価”であるが、E(自己資本)は“簿価”の累積。従って、ROEは、インフレ率が高いほど時間の経過とともに上昇する。下図は、当初ROEが8%のシミュレーション例



インフレとROE: インフレ調整後のROE

- インフレ率の差を調整すると、日米の格差はほとんどなくなる。つまり、「米国に比較して日本企業のROEは低い」はインフレ率の違いによるもの



注: インフレ調整ROEは、BPSをCPI上昇率で調整して計算。BPSの調整は、 $adjBPS(t) = adjBPS(t-1) * (1+CPI) + BPS(t) - BPS(t-1)$

出所: Quick Astra Manager、DataStream

分析のまとめ

- 日本の上場企業の利益は、国内経済の低迷にも関わらず堅調
- 株価も80年からの長期で見れば、また、金融業を除けば低迷しているわけではない
- 米国と比較して低い成長率、利益率、株式のリターンは、インフレ率の差で説明が可能(インフレ率の差は、長期的にはヘッジコストまたは為替相場変動で相殺されるので基金運用上は評価できない)

日本株に対する悲観論には妥当性は見られない

日本株に対する悲観論の論拠は、客観的なデータではなく、日本企業組織と日本社会の文化的特徴にあるのでは？

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：例自動車とパソコン

- 東京大学の藤本隆宏教授が提唱した産業分類の方法として「擦り合わせ型産業」と「組み合わせ型産業」がある
 - **擦り合わせ型産業**：多くの構成員がボトムアップ型の緊密なコミュニケーション(擦り合わせ)を維持しながら製品を作り上げる産業
 - **組合せ形産業**：少数のエリートがトップダウンで製品を企画し、オープンな市場から調達した部材を組み合わせせて製品を供給する産業

自動車産業(擦り合わせ型)

開発	膨大な数のスタッフと供給者
設計	部品間の調整が必要
部品間の接続	カスタマイズ
部品調達	開発に参加したグループ企業
製造設備	内製することも
製造	生産技術が非常に重要
組織形態	多くの人が知恵を出す

携帯電話産業(組み合わせ型)

開発	少数のエンジニア
設計	部品間の調整が不要
部品間の接続	標準化
部品調達	自由に選べる
製造設備	外部調達が可能
製造	製造段階の付加価値は小
組織形態	少数精鋭・生産は外注

擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業：組織の特徴

	擦り合わせ型産業	組み合わせ型産業
指揮命令系統	ボトムアップ	トップダウン
製品開発	多数参加型	少数精鋭
生産プロセス	重要、付加価値の源泉	外部委託も可能
意思決定スピード	遅い	早い
性能基準	曖昧・抽象的	客観的
人事	年功序列・長期雇用	能力主義・流動的
納入業者	グループ化	オープン調達
技術の外部移転	難しい	容易
競争優位の源泉	OC(組織の能力)	SP(戦略)
業種例	自動車、鉄道、電子部品、素材、商社、小売り等	パソコン、携帯、テレビ、液晶、半導体、金融、大学、(官僚)等
得意な国	日本、独(?)	米、英、中国、韓国等

参考：藤本孝宏著『ものづくり経営学』光文社新書
 港徹雄著『日本のものづくり 競争力基板の変遷』日本経済新聞出版社

擦り合わせ型産業に強い日本

日本企業は擦り合わせ型産業に強い

- 平等意識が強く、平社員・現場作業員にも発言権
- 一般社員のスキル・士気が高い
- 「全員の合意」を前提とするムラ社会
- 年功序列型賃金
- 企業グループの形成(資本出資による長期的な関係)

擦り合わせ型による競争力の確保は非製造業にも見られる

- 鉄道(定時運行には、設備、運行管理、労務管理の総合力が必要)
- 小売り(現場での仕入れや売り場のデザイン、惣菜の調理)

何故、日本人は擦り合わせ型産業に強いのか？

- 村落共同体全員の“擦り合わせ”による灌漑が必要な稲作の伝統-----丸山眞男の“古層”
- 他国との戦争がなく、トップダウン組織を作る必要がなかった
- 表意文字(漢字)と高い識字率による平均的な教養の高さ
- 家族内人称代名詞に見られるような弱者の視点に立つ文化

日本に特殊な文化的な要因が強いのなら、極めて高い産業競争力につながる

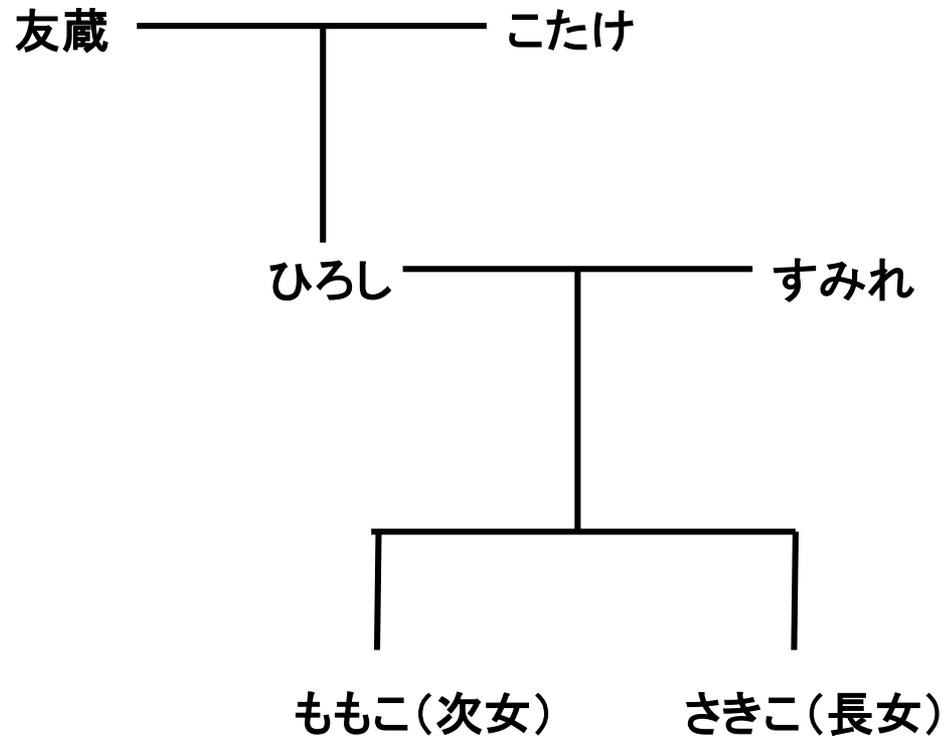
日本人と擦り合わせ型産業：言語の問題

- 1872年、外交官森有礼が日本における英語の公用語化を訴える。それに対し、イエール大学のW. ホイットニーは反対
- 表音文字を使う英語と表意文字を使う日本語では、国民の知識の格差が大きくなる

例：“Acrophobia”と「高所恐怖症」

さくら家の家系図

- 日本における家族内人称代名詞は、子供の末っ子が起点となる。このケースでは、ももことの関係で“お父さん”、“おばあちゃん”などの呼称が使われ、ももこだけが個人名で呼ばれる。組織内一番の弱者が起点となる



参考: 鈴木孝夫著『日本語教のすすめ』新潮新書

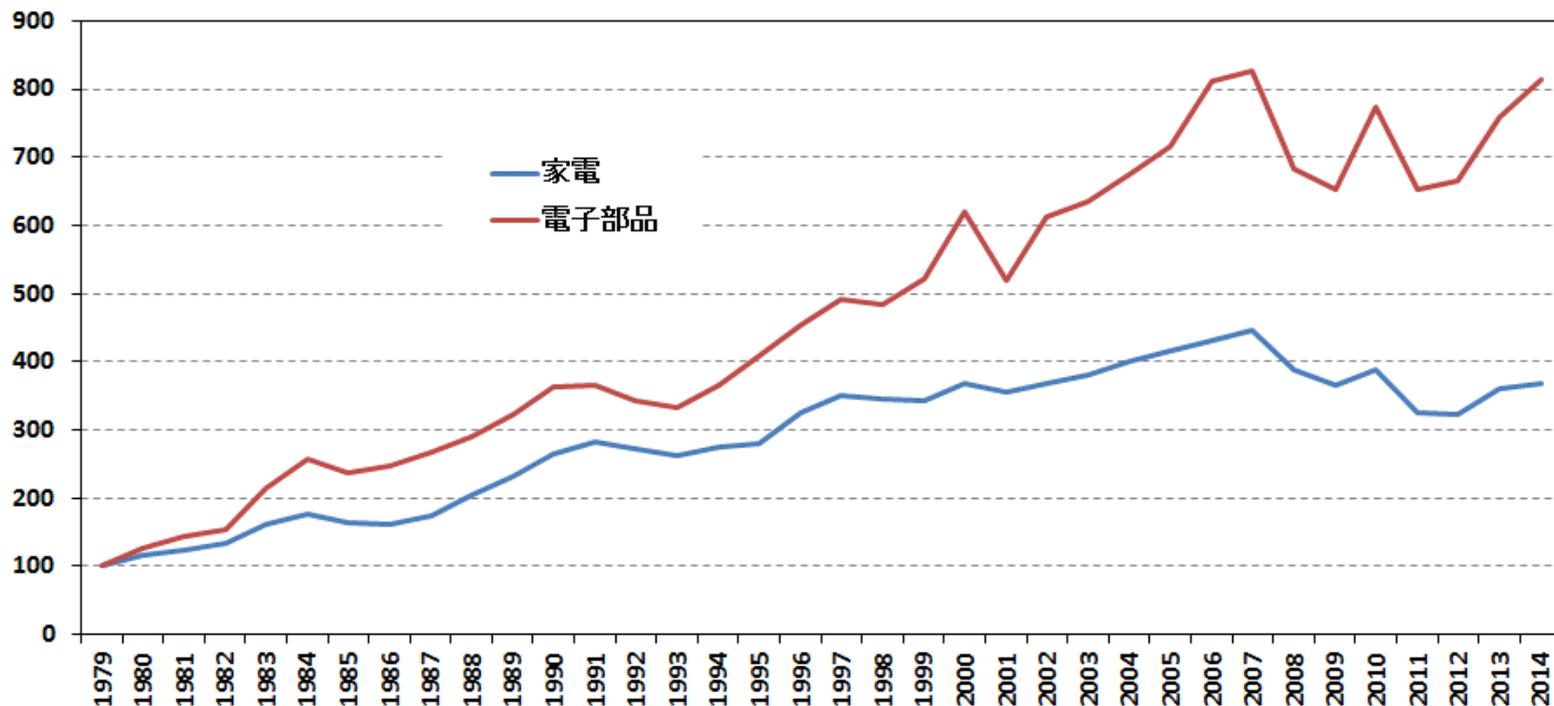
エレクトロニクス業界の悲劇

1. 昔は、テレビやパソコンなどほとんどのエレクトロニクス製品の開発・生産は、擦り合わせ型であった
2. その後、半導体、液晶、液晶部材等の電子部品の技術革新が進み、多くの日本の電子部品・材料企業が力を付ける。電子部品産業自体も擦りあわせ型
3. 新興国のメーカーが日本から部品を取り寄せれば品質の高い商品を作れるようになる
4. 多くの製品が単なる部品の組み立てになり、組み合わせ型産業に移行し、日本のメーカーは国際競争に敗れる。しかし、擦り合わせ型の部品メーカーは繁盛

日本のエレクトロニクス業界の没落を招いたのは、日本の電子部品産業の発展。
iPhoneでアップル以外に儲かっているのも、日本の電子部品産業

家電メーカーと電子部品メーカーの業績推移

売上推移(期初=100)



出所) Quick AstraManager

注) 東証1部上場企業で、日経小業種分類で家電と電子部品となっている企業群。家電延べ23社、部品のべ37社

家電メーカーの利益は低迷しているが、電子部品メーカーの利益は順調に拡大している

擦り合わせ型産業の日本企業の強みは判り難い

- 社長の話を聞いてもその会社の強みが判らない(競争力の源泉が経営陣ではない)
- 擦り合わせ型産業の強みは、その現場にいないと実感できない。アナリスト、ファンドマネージャー、エコノミスト、学術研究者、マスコミは、社会人の中で一番擦り合わせの現場から遠い存在。(一方、組合せ型産業は理解しやすい)
- 日本企業の本社管理部門(特に財務部)と営業・製造部門の間にも、認識のギャップがある場合も
- 外国人投資家には、到底理解不可能

今後の課題

- **日本企業のM&Aリスク:コーポレート・ガバナンスの議論の進展によっては、日本株式の期待収益率を引き下げる必要**
 - ROE向上策として、日本企業によりリスクを取る経営を促す議論が活発化
 - しかし、十分な調査と慎重な判断がなければ適切な事業リスクは取れない。性急なリスクの積み増しは、安易なM&A(特に海外)につながり易い
 - これまでの日本企業の海外M&Aの大型案件では失敗例が多い

- **基金運用における期待収益率とROE目標値の整合性**
 - 基金運用においては、日本株式の期待収益率は5-7%が一般的
 - これはROEの目標値8%と矛盾する