

わが国の株式投資は投資家の期待に報いることができるか

村上 正人¹

2017 年 10 月 11 日

要旨

過去 30 年近くにわたり低迷を極めてきたわが国の株式市場は、今後、果たして投資家の期待に応えるリターンをもたらすであろうか。現在、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コード等により投資家と企業との対話が活発になってきている。しかしながら、わが国にはその対話だけでは解決できない環境ないしは構造的な問題が多く存在すると思われる。

本稿ではその中でも大きな要因と考えられる「経済リテラシー」(成長へのコンセンサス)、「ポジティブシンキング」、「モチベーション／エンゲージメント」の問題を取り上げて若干の考察を試みた。このあたりの環境が変化していかない限りは、将来的にもわが国の株式市場のリターンが先進各国に劣後する可能性が高いと考えられる。

1. はじめに

わが国のバブルが崩壊してから 30 年近くの年月が経っているが、依然としてわが国の資産運用を取り巻く環境は厳しい状況が続いている。ゼロ金利状態が継続しているということは、資金を調達するのにコストがほとんどかからなくても投資を行うべき事業、プロジェクト案件が乏しいか、それを見出せないでいるか、あるいはチャレンジする行動が不足していることを映し出しているとも捉えられる。そして、今後もそのような停滞が続くことを懸念してか、株式市場もリーマンショック直前の日経平均株価 2 万円前後の水準を離れて上昇していくのをためらっている状況にある。

本稿では、まずは過去の市場リターンを振り返りつつ、主としてわが国の株式が先進諸国に近いパフォーマンスを期待できるための基礎的な環境、条件等について考察してみたい。そこには、アセットオーナー、投資家と企業との対話だけには止まらない広く国民的な議論が必要であるように思われる。

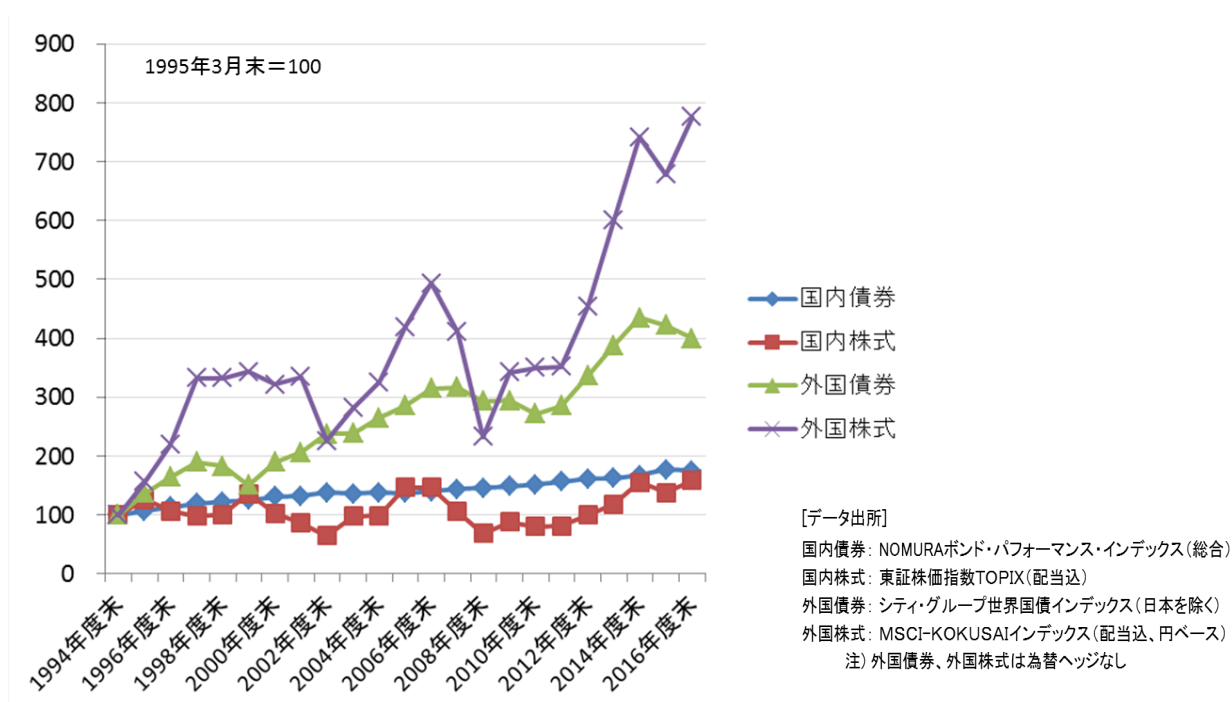
2. わが国の株式投資リターンの過去の総括

図表 1 は、年金分野で伝統的な主要 4 資産とされる市場指標の過去 20 年以上にわたる累積投資収益のグラフである。1995 年 3 月末を起点 (100) として、それぞれの市場ベンチマークで運用した際の累積投資収益を指数化したものであるが、スタートから 22 年後の

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。

2017 年 3 月末において、外国株式への累積投資指数が約 7.7 倍、外国債券が約 4 倍になっているのに対して、国内市場は株式・債券ともに 2 倍にも達していない。実際に、国内債券は約 1.4 倍、さらに国内株式は約 1.6 倍で外国債券よりも劣後していた。特に国内株式については、投資家の期待収益率、リスクに見合ったリターンという観点から、極めて不十分な結果に終わっているのである。このような実績から一目瞭然であるのは、公的年金や企業年金の運用においては、過去 20 年以上にわたって国内市場の不振をカバーして、外国株式・債券への投資が運用の利回りを大きく支え、牽引してきたということである。

図表 1 伝統的な市場インデックスの累積投資指数



なお、ここで念のため書き添えておきたい点は、外国資産の収益率は古くからの年金等のベンチマークとして用いられている為替ヘッジ無しの円ベースのものである。すなわち、インデックスには株式や債券の上昇分だけでなく、為替の変動も含まれるため、外国ものへの投資についてはその影響を気にされる向きもあろう。そこで、外国ものの通貨構成の中で最もウェイトの大きい円/米ドル為替のレートの過去の推移を図表 2 に示した。

このチャートで過去の 25 年間を振り返ると、円/米ドル為替は 100 円台後半を中心としたほぼボックス圏での動きである。このことからすると、円/米ドル為替は大雑把に言えば外国資産のボラティリティを増幅させる要因にはなってきたが、通算の累積投資収益の上では中立的に近かったと考えられる。

図表 2 長期の円/米ドル為替レートの推移（1970 年以降）



このようにみると、わが国の資本市場のリターンの不振だけが浮き立つ。結局、年金基金が外国ものへの投資を次第に増やしてきたことや、「貯蓄から投資へ」の政策の掛け声にも関わらず、個人は株式に積極的な投資をしてこなかったが、これらは国内の株式市場がリスクに見合うリターンを提供してこなかった訳であるから賢い選択であったのである。

ただ、過去は過去として問題は将来に向けてであろう。懸念されることは、今後 10 年、あるいは 20 年も、このままでは日本の資本市場への投資は他の先進国に大きく劣後する可能性が高いということである。それを以下において明らかにしていきたい。

3. 現状についての認識

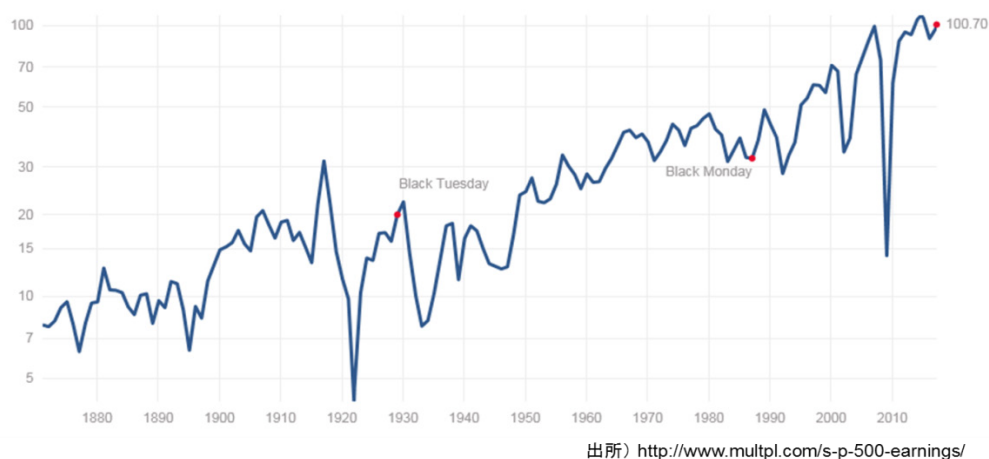
わが国と外国の株式市場のリターンの差を生み出してきた決定的な要因は、企業の収益力、収益率とその成長の差である。株式投資で得られる利益の源泉は、「インカム=配当」と「キャピタル=株価の変動による差益（差損）」であるが、ここで株価については次のような恒等式で表すことができる。

$$\begin{aligned}\text{株価} &= 1 \text{ 株当たり利益} \times (\text{株価} / 1 \text{ 株当たり利益}) \\ &= 1 \text{ 株当たり利益 (EPS)} \times \text{株価収益率 (PER)}\end{aligned}$$

この式の 2 行目の右辺の第二項は、株式のヴァリュエーション（価格評価）の指標としても馴染みの PER であり、企業の利益の何倍で株式が売買されているかを表す指標である。これは通常、長期トレンドを持つような性質のものではない。よく言われるのが、15 倍前後であれば過去の水準からしてリーズナブルな水準、20 倍を超えると過熱ぶりに警戒が必要というようなことであろう。したがって、結局は株価が長期的に上昇していくため

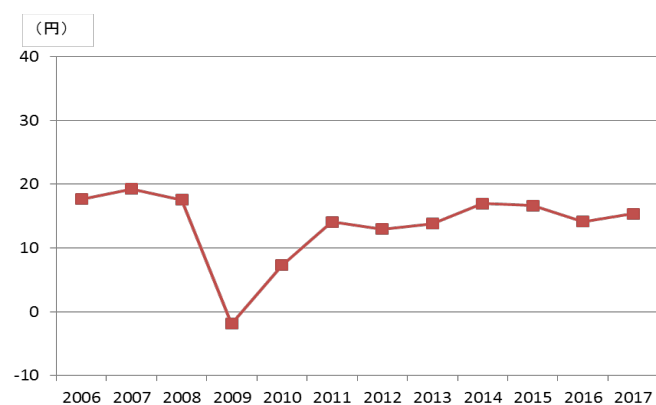
には右辺の第一項である **EPS** が持続的な成長を遂げていくことが必須となる。先進国の代表的な市場である米国は、ときにショック等による下落があっても図表3に見られるように、100年以上の長期にわたって持続的に右上がりの成長が続いている。すなわち、米国株式の堅調な推移の背景には、企業の底堅い利益成長がある。

図表3 米国S&P500企業の100年以上にわたる1株利益(EPS)の推移



これに対して、わが国の場合、アベノミクス実施以降も企業の利益成長の度合いは鈍い。データアクセス上の都合から、米国の図表3の指数に対応した **EPS** のトレンドとは異なるものの、傾向を把握するために最近の東証一部上場銘柄群の **EPS** の推移をみたものが図表4である。すなわち、リーマンショック以前のレベルは回復したものの、上昇トレンドにあるとはいえない。わが国の株価指数が一定の水準で足踏みするのも、このようなグラフを見ると頷くことができるであろう。

図表4 東証一部上場銘柄の最近のEPS推移（単純平均）



注) 2017年は7月期のデータ

データ出所)
東京証券取引所ホームページ

では、EPS を上昇させていくためにはどうしたらよいか。それは次のような式で象徴される。

$$\text{EPS} \asymp \text{BPS (1株あたり純資産)} \times \text{ROE (自己資本利益率)}$$

注) ここで、「 $\asymp$ 」を用いたのは、「純資産」「自己資本」「株主資本」の定義が細部のところで異なるが、ここではほぼ同一なものとみなして概念的に示した

この式から考えても明らかであるように、ROE の水準が重要になってくる。企業は利益の総額を引き上げていくことと並行して、資本効率を高めていくことが重要になる。いわゆる「伊藤レポート」で示された「最低でも ROE 8 % 以上」というメルクマールはそれなりに意味があったが、それは 8 % が目標ということではなく下限のメルクマールであり、メッセージとしては、最低限資本コストを上回る利益率を確保したうえで一層の資本効率の向上を求めるものというように捉えることができるだろう。

実際に株式投資リターンの観点から ROE 水準の重要性を検証しているのが図表 5 である。このグラフは、東証上場銘柄のうち、1996 年から 2015 年までの 20 年間で財務実績データ及び株式リターン・データに欠損のない 3 月決算の約 1,500 銘柄を対象としたシミュレーション結果である。具体的には、1996 年 3 月期から 2014 年 3 月期までの 19 年間の企業ごとの平均 ROE でランキングを行い、それを上位から 5 つのブロックに分けてそれぞれ約 300 銘柄から成るポートフォリオを構築し、その 5 つのポートフォリオの累積投資収益を指数化して表した結果 (1996 年 3 月 期=100) である。期間を通して各ブロックの銘柄群は固定されている。

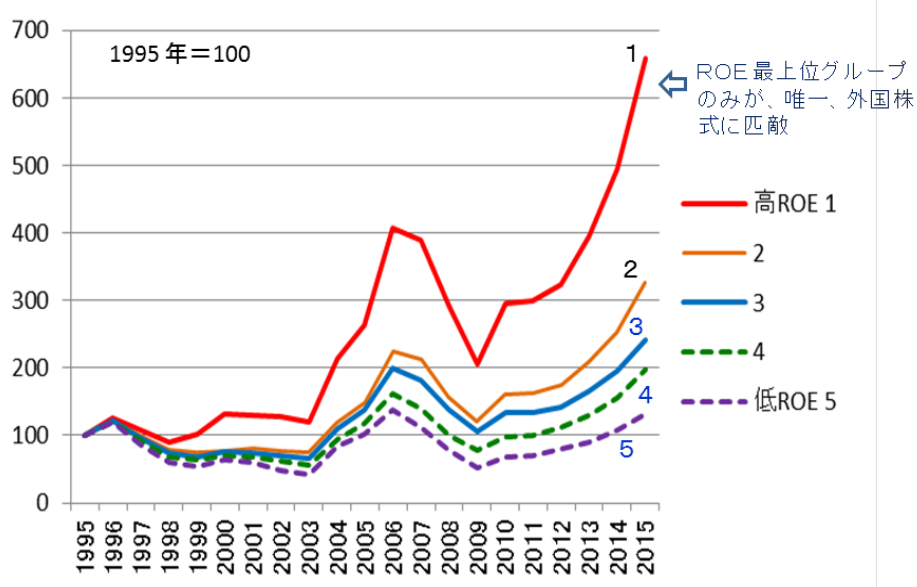
このグラフからみて明らかであるように、ROE が高い銘柄群のポートフォリオほど同期間の投資収益が高い。そして、この結果からすると第一分位のポートフォリオが唯一、外国株式のパフォーマンス (図表 1) と互りあえるのである。先進国の水準で考えれば、結果的にはわが国の株式指数に採用されるべき銘柄数は 2 割程度でよかったわけである。

なお、ここでは過去の企業の実績値が既知のものとしてシミュレーションを行っているため、実際にこのような投資を行うことは不可能である。予め企業の ROE 等財務実績の結果が完全に予測可能であれば株式投資でこのような高いパフォーマンスが得られる可能性があるが、将来の 10 年、20 年にわたってそれを行うことは極めて困難なことである。加えて、過去に ROE の高かった銘柄は平均に回帰する傾向にあることがさまざまな実証検証で示されており、このことが実践的なハードルをさらに高めているということもできる。しかしながら、長期的にみたときに ROE と株式リターンは極めて濃い関係にあることは十分に認められよう。

この結果が示唆していることは、ROE に象徴されるように「企業が投資家から授かった資本を活用してどれくらい収益を上げたか」と「投資家が企業に資本を提供すること (or

株式に投資すること）でどれくらいのリターンが得られたか」は長期的には深い関係にあり、株式投資には経済的な裏付けがあるということである。そして、過去 20 年と言えば、世界の株式市場の水準を基準にして篩い^{ふる}いかければ、わが国の企業群で投資家に報いることができてきたのはせいぜい 2 割程度であった。極論すれば、過去は上場企業の 8 割は投資対象として不向き、あるいはわが国の市場インデックスを作るのにそんなに多数の銘柄はいらなかったということであろう。また、年金のポートフォリオで、国内株式を外国株式と同比率か、それ以上多く保有することも適切でなかった可能性さえある。

図表 5 わが国企業群の ROE 水準分類によるシミュレーション



データ出所) 片岡・村上「ROE投資の可能性について」(みずほ年金レポート2016年新年号)より加工

そのようなことから、先ほども触れたが、わが国市場全体の ROE の底上げを図ることを目指した「伊藤レポート」には一定の意味がある。現在、わが国企業群の ROE は、一時期の 1 桁前半でゼロに近い水準は脱したものの、平均値が 8%前後で停滞している。これは分布の中位が 8%前後ということであり、「最低でも 8%以上」の状況にはほど遠い。

安倍政権下の「日本再興戦略」においては、一連の政策としてスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの制定により、投資家と企業の対話等を通じて企業の収益性を改善させるべく、環境整備が行われてきた。また、経営のインセンティブとなる JPX 日経 400 のような新しい市場指数も設定されてきた。多くの経済人はわが国の企業の利益率について問題意識を持ち、改善したいと考えていると推察される。にもかかわらず、企業の資本効率改善の動きは鈍い。このままでは、まだ将来に期待を持つことができない状況にない。

このように、企業経営全体として効率を上げていくことがなかなか困難なことになっているのは、企業内部に原因があるばかりでなく、わが国特有の「国風」とも言えるような環境が存在し、特異な市場経済のシステムを形作っていることが大きな制約要因となっているのではないかと考えている。市場関係者、投資家と企業との間で対話が深まることは、もちろん重要なことではあるが、それだけに期待したのでは如何ともしがたい問題がそこには存在する。つまり、どのような市場経済をもつ国を目指すのか、教育や企業の役割、労働環境等において今まで暗黙のルールのように思われてきたことを変えていくべきかどうか等について、新たなコンセンサスに向けた幅広い議論を行っていくべき局面に直面していると考えられる。

以下の章では、定性的な表現・判断が中心となるものの、そのあたりの背景について考えていきたい。

4. 今後に向けて幅広い議論が必要なこと

わが国の企業の収益性が低い点については、過剰な流動資産の保有、未だ残る持ち合い株式、資本の規模に見合った投資の不足、マージンが極めて小さい一など、財務の観点からは多くの問題が指摘されている。さらに、安倍政権下における一連の施策では、成長を主眼としたコーポレートガバナンスの改革に特に焦点が当てられてきた。それらの課題への取り組みは現在進行中であるが、その辺りの議論は他に委ねることにして、本稿では前章の最後に触れたわが国の特有の環境について若干の考察を試みてみたい。

例えば、野球やサッカーなどのスポーツにしても、高い技術を持った名選手が揃っているというだけでは常に感動的な試合が期待できるわけではない。プレーするのに相応しい整備されたグラウンド、盛り上げる観衆、それに呼応した選手たちの闘志の高揚、対戦相手の上を行く監督の采配など、取り巻く環境やプレーヤーたちの戦術・思考・闘志といったものが非常に重要になってくる。

そのことをひとつの国の市場経済で考えてみると、一般国民も決して観衆ではない。労働の提供者である一方、消費の担い手であり、また投資家にもなり得るプレーヤーなのである。サッカーでいえば、サポーターが「12番目の選手」と言われるが、一般国民も選手そのものなのである。確かに、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードのように、アセットオーナー、もしくは投資家と企業に直接働きかけること、対話を促すことは重要である。ただ、それだけでは如何ともしがたい、わが国に根差した独特の風土や環境というものが、なかなか変えていくことを阻んでいる状況にあるのではないと思われる。それらを方向付けていくためにはさらに幅広い議論が必要と考える。

そこにはさまざまな要因があろうが、ここでは成長へ向けての極めて基本的で重要な要素の代表として「経済リテラシー」、「ポジティブシンキング」、「モチベーション／エンゲージメント」の3つを取り上げてみたい。

(1) 経済リテラシー

わが国の高等教育で用いられていた「政治経済」の教科書を思い浮かべながら、『アメリカの高校生が学ぶ経済学』（ゲイリー・E・クレイトン著、花岡幸子・山崎政昌訳;WAVE 出版）という書を読んでみると、その記述の説得性における日米間の大きな差に驚嘆する。本書から、ごく一握りの文を引用して次に示してみる。

- ・（経済学の3つの基礎的問題について）「何を、どのように、誰のために生産するのかは、限らない欲求を満たすのに十分な資源がない以上、解決されなければならない問題といえる。」
- ・「経済成長には多くの要素が関わっているが、生産性が最も重要である。」
- ・「希少な資源が効率的に活用されているかどうかは、生産性（productivity）という言葉で説明される。」
- ・「生産性は労働力だけでなく、生産要素すべてと関係している。」

ここに挙げた文だけでも、希少な経済資源を効率的に活用して生産性を上げ、経済成長を果たすことの重要性が伝わってくる。このように経済学とは何か、それはどのようなことにソリューションを与えるものかなど、本質的なところを簡潔で分かりやすい言葉で表現している。現実の世の中に照らして、学ぶ目的がはっきりと見えてくるのである。実際に授業を受けた生徒たちがどのくらい理解できているかは不明であるが、同じレベルの生徒たちが学ぶとすれば、わが国の教科書で学んだ場合に比べて「経済」に対して持つ感覚の差は歴然としたものとなるに違いない。

もともとアメリカ人は機会の平等を通じて経済的成功や物質的繁栄を実現するという夢である「アメリカン・ドリーム」をDNAとして持っている。それが、先ほど挙げた経済成長のロジックを学ぶことと深層で繋がれば、力強いベクトルとなることが考えられる。

ここからはその教科書に基づく話ではないが、株式会社の歴史に関して、その起源が17世紀初頭のオランダの東インド会社であることは、多くの人々に知られている。ただし、そこでは、巨大な規模の新事業にチャレンジするため、一人や数人では無理でも多くの人が出資してその事業のリスクを分かち合うことによって成し得ることを可能にした新たなスキームの発明であるということを知ることが重要である。株式会社とはそのような優れたシステムであり、資本主義的な市場経済において新たな価値創造を行っていくために中心的な役割を果たすものであることを学んで初めて現代にも生きる知識となる。

また、わが国では株式に投資することはギャンブルのように堅実とはほど遠い行為と考えられる思想も根強く残っている。上述したような市場経済の本質のところをよく学んでいけば、株式投資の意味するところは新たな事業、新しい価値の創造のために貴重な資本

を提供するという、きわめて経済的な行為であるということが理解されるだろう。それは経済的活動のために必須なリスク資本を提供するという行為であり、投資家はそのことを通じて経済活動そのものに参画するということになるのだが、このような基礎的な理解は広く国民の間に浸透していないように思われる。すなわち、多くの人々が参加する市場が基盤となって経済が発展し、人々の生活が向上するという基本的な考え方の土台ができていないのである。

次の引用は 20 年以上も前に著された書物からの引用であるが、共有すべきコンセプトが端的に表現されている。

リスク資本はもちろん、水や空気のように自然から与えられるようなものではない。むしろいくつかの条件がそろった時にのみ調達が可能になる。貴重な経済資源といえよう。そのための最も重要な条件は、リスク資本の提供者に対して、長期・平均的にはそのリスクに見合った適切なリターンが実現されることである。個々の資本提供者にとっては、リスク資本のリターンは資本市場における売買を通じて実現することが多い。しかし、システム全体としてリスク資本が適切なリターンを生んでいるかどうかは、調達者である企業が事業活動を通して、リスク資本を適正に増殖させているかどうかにかかっている。

出所:『日本の企業金融システムと国際競争』井手正介著(1994 年 東洋経済新報社)

限られた資源であるリスク資本を企業が効率的に活用して適正なリターンを生んでこそ、経済も成長・発展し、資本提供者に報いることができる。本稿の最初の方で 20 年以上に及ぶ市場リターンを振り返って見てきたように、わが国の過去はそのようなことが実現されてこなかった。企業が社会の限られた貴重な資源であるリスク資本、さらには人的資本を調達したのにもかかわらず、それを効率的に活用せず浪費しているとすれば、経営者は社会的な責任を問われなければならない。公の市場から調達した世の中の貴重な資源を無駄遣いすることは反社会的ともいえる行為なのである。

昨今のわが国では、金融リテラシーや投資教育ということが重要な課題として求められてきているが、その前に上述してきたような経済に対するリテラシーを向上させることがより重要である。このような考え方が地道な啓発を通じて国民の間に浸透し、コンセンサスが形成されるまでには、場合によると 10 年、20 年といった期間を要するかも知れない。しかしながら、この辺りの認識が国民の間に広がることは持続的な経済成長の実現に向けての大きな鍵となる。

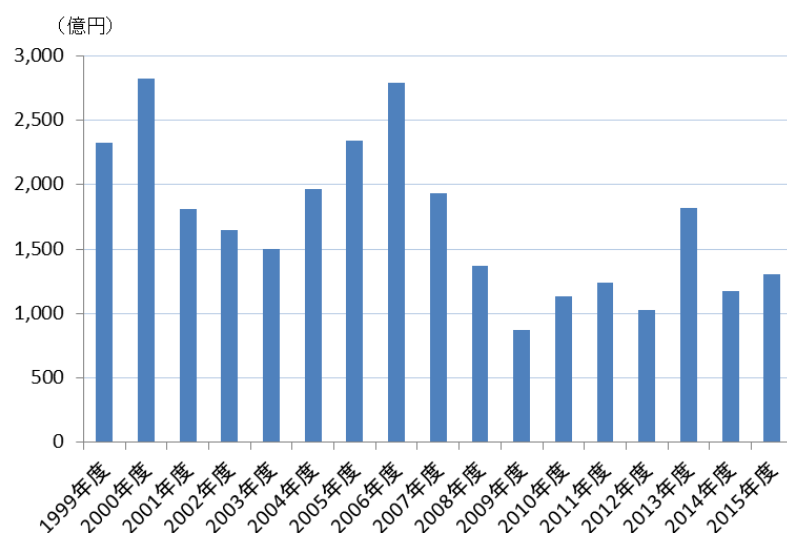
アセットオーナー、ないしは投資家と企業経営者との対話に委ねているだけでは変えられない、このような環境をどのように働きかけていくべきかについては、さらに議論を拓げていくことが肝要である。

(2) ポジティブシンキング

経済の発展を山に譬えた場合、新たなビジネスがどれくらい興るかということは、裾野の広さが山の高さ、すなわち価値創造、富の創出の規模を支えることになる。つまり、市場全体としてはチャレンジ精神の旺盛な人が多いほど裾野が広がると同時に山も押し上げられ、市場の拡大成長が期待できると考えられる。ところが、その価値創造の裾野に当たるわが国のベンチャー投資は伸びておらず、また国際的に比較しても圧倒的に少ないのが現状である。

具体的に、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターがまとめている『ベンチャー白書 2016』から鍵となる数値を拾ってみる。同白書によれば、わが国の 2015 年度のベンチャーの年間投資は 1,302 億円で、これは時系列的にみると I T バブル期であった 2000 年度、またリーマンショック前の 2006 年度の半分にも満たない数値である(図表 6)。また、近年について国際比較したのが図表 7 であるが、2015 年度の年間投資額を米国の 71,475 億円と比較すると 2 % の規模にもならず、また中国の 25,084 億円と比較しても約 5 % の水準である。また、2017 年 8 月 6 日付の日本経済新聞では一面で産業革新機構からの投資案件が押しなべて不調に終わっていることを伝えていたが、このような投資は政官主導で政策的に行おうとしても上手くいかない可能性が高いのである。

図表 6 日本の V C 等による年間投資の推移 (国内外合算投融資額)



注) 各年度の対象期間は以下の通り

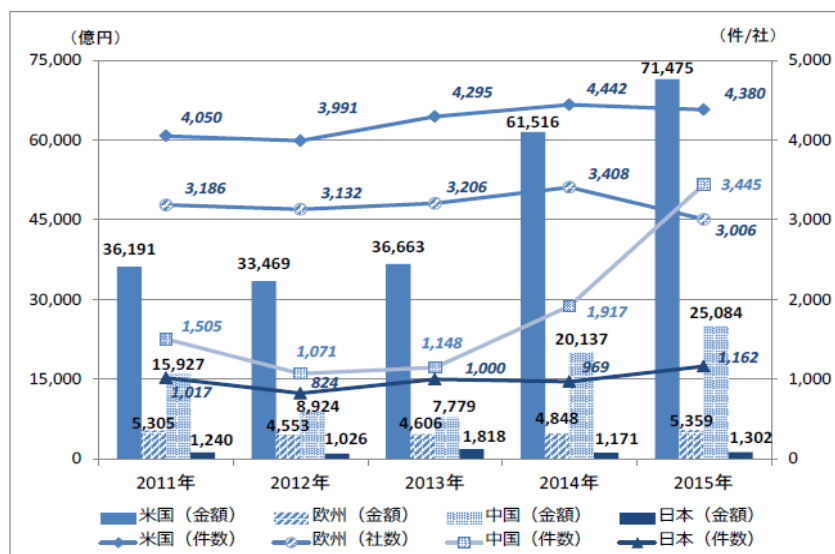
1999 年度：1999 年 7 月～2000 年 6 月

2000～2002 年度：各年 10 月～翌年 9 月

2003 年度以降：各年 4 月～翌年 3 月

(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2016』のデータに基づき作成

図表 7 2015 年のベンチャー投資実行額の国際比較（米国・欧州・中国・日本）



(注 1) 欧州：件数ではなく、投資先「社数」を統計数字として使用

(注 2) 欧州：欧州内の投資家（VC を含む PE 会社）による投資（欧州外への投資を含む）

(注 3) 日本のみ年度ベース（4 月～翌年 3 月）

（出所）一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2016』

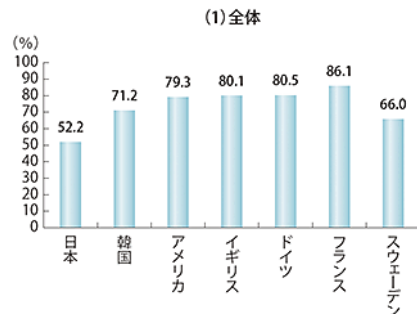
このように、裾野から経済成長を盛り上げていく投資というものが大きく欠けているので、その頂^{いただき}も高くなりにくいのではないかと考えられる。このような風潮は、先に触れた経済リテラシーの欠如、経済成長についての人々の認識の欠如に加えて、目立つことを好まずに同質であることを好み、リスクを取ることに消極的であってチャレンジングである人の割合が低い国民性にも大きく影響されているのであろう。

特に気になるのは現在の社会人だけでなく、わが国は若いうちから積極的に社会に関わっていくことを志向したり、将来に希望・期待を抱くといったようなポジティブな思考の人が諸外国に比べて相対的に少ないことである。それは、図表 8 の内閣府が公表している『平成 26 年版 子ども・若者白書』の一部からも垣間見ることができる。このようなデータを見る限り、わが国の若者はチャレンジの精神が乏しく、意欲も少なく、社会へ関与したり何か変化をもたらしていこうとする積極性が最も低いことが見て取れる。このことは少なからず、その後の仕事への取り組み方にも関係してくるだろう。

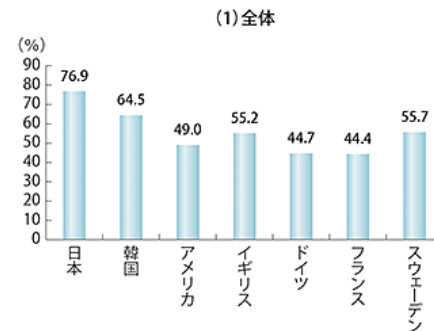
（同白書を含めた様々な調査・検討等に基づき、その後、平成 28 年 2 月に全ての子供・若者が健やかに成長し、自立・活躍できる社会を目指した「子供・若者育成支援推進大綱」などが成立しているが、そこで現状・課題として認識されているのは家庭環境や地域社会の共助、キャリア教育等であり、国際比較上から見えてくる問題点への対処は明確に語られていないようである。）

図表 8 わが国若者世代の思考の特徴

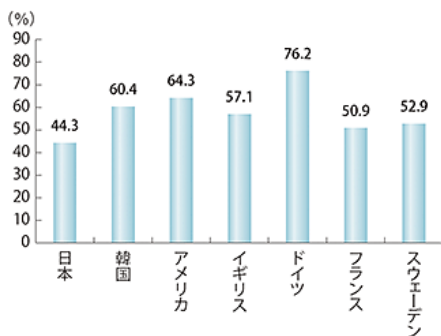
図表 5 うまくいくかわからないことにも意欲的に取り組む



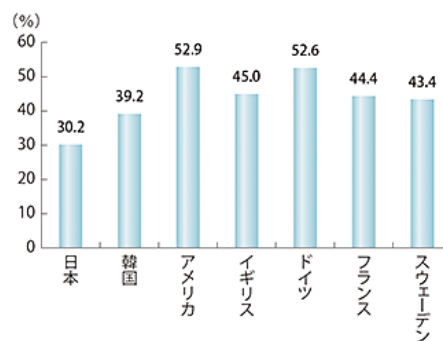
図表 6 つまらない、やる気が出ないと感じたこと



図表 10 社会の問題に関与したい



図表 11 社会現象が変えられるかもしれない



注) グラフのタイトルの白抜き図表番号は出典のまま掲載

(出所) 内閣府『平成 26 年版 子ども・若者白書』

終身雇用は少しずつ崩れつつあるとはいえ、わが国は依然としてそれを前提とした社会が続いている。象徴的なのは企業が同時期に一括採用することが継続されているため、あたかも「小学校－中学校－高校－大学－会社（定年まで）」が敷かれたレールの上のお決まりのコースのようになっていて、何の職に就くかよりも大学入試等と同じように「志望する会社に受かる」ことが大きな目標となってしまっている。その最終所属機関ともいえる会社が、全体としては 20 年以上にわたってなかなか成長がみられず低迷に喘いでいる。このことが、学生時代までにベンチャー精神、フロンティア精神を育むような教育を受けることなく大人になった人々にとって、なかなか明るい将来が描けないでいる大きな要因となっているのであろう。そしてこれらの若者の気質はや就職の仕組みは、この後に触れる会社に入った後の社員のモチベーションやエンゲージメントの乏しさに通じるところがあると考えられる。

重要なのは、これらは学校教育の場に限った問題として捉えるのではなく、社会全体の

問題として考えていく必要がある。わが国は異質なものを受け入れていく風潮に乏しい。型に嵌めて細かく管理していくことは優れたところがあるかも知れないが、それだけでは多様化の時代における新しい富の創造といった面が欠けてしまう。たとえ失敗したとしても、人と違う独創的なことにチャレンジする行動・生き方を称賛する文化を育んでいく必要がある。数学でいえば、社会の最大公約数を求め、それ以外の因子を消し去るよりも、公倍数のように他と異なる因子を大事にして活かしていく社会をイメージすることが重要で、その方が社会全体のフロンティアが広がるのである。

わが国が数々の大きな変革を成し遂げて発展してきた歴史を見れば、それが全くできない国民性ではないと考えられる。ただし、従来の考え方に全く捉われない強い政策的な合意が必須となろう。

(3) モチベーション／エンゲージメント

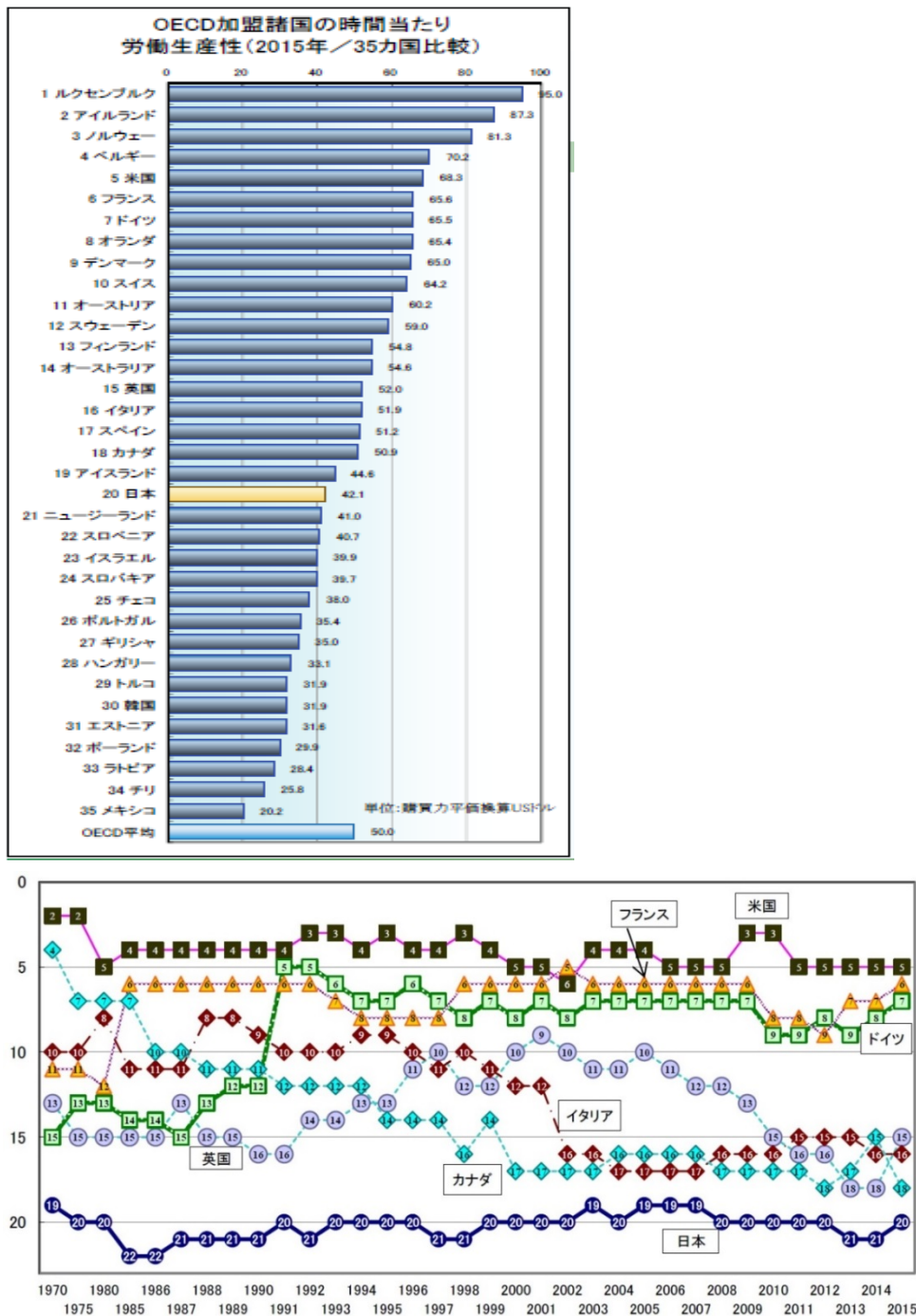
昨年の暮れ（2016年12月19日）に公益財団法人日本生産性本部が発表した「労働生産性の国際比較 2016年版」によると、日本の労働生産性は米国の6割強の水準にあたり、主要先進7カ国の中では最下位の状況が続いていることが示されている（図表9）。労働生産性はマクロのデータから求められているため、失業率の影響等、様々な議論はあるものの、企業の生産性や効率性と決して無関係ではないであろう。

企業にブレイクダウンすると、最近働く人たちのモチベーションあるいはエンゲージメントというものと生産性との強い関連性が指摘されている。エンゲージメントとは、日本語で馴染みにくい言葉であるが、ここで用いる場合は、従業員が会社の方針や戦略を理解して自ら積極的にそれに貢献していこうとする意欲というような意味として捉えることができるだろう。そして、その積極的な意欲という点で、モチベーションと通じる言葉であろう。これについて2015年に刊行されたロシェル・カップ著『日本企業の社員は、なぜこんなにもモチベーションが低いのか？』の中では、次のように述べられている。

エンゲージメントの高さは、顧客からの評価、生産性、収益性、総資産収益率（ROA）、株主価値などを含めた営業成績の向上につながるという研究結果が出ている。アメリカ企業は、エンゲージメントの高い社員を増やし、低い社員を減らすことが、ダイナミックで成功した企業となる秘訣であることを認識し始めた。

そして、本書では日本企業の社員のエンゲージメントレベルが他国と比較してかなり低いことが、エーオンヒューイット、ギャラップ、タワーズワトソン等、10の機関の調査結果を例に明らかにされている。

図表9 労働生産性の国際比較（下のグラフはG7各国の順位推移）



（出所）公益財団法人日本生産性本部「労働生産性の国際比較 2016年版」

ロシエル・カップ氏も指摘しているが、このモチベーション／エンゲージメントの低さについては、わが国の雇用や人事慣行に大きな要因があると考えられる。欧米諸国の企業

は、原則として、必要なときに、必要な資格、能力、経験のある人を、必要な数だけ採用するのに対して、日本の企業の大多数は、企業への「入口」は新規学校卒業時であり、その後の長い職業生活をどのように送るかは会社の決定に委ねる方式である。もちろん、中途採用なども行われるが、それはマイナーな存在である。このような欧米とわが国の企業の雇用形態の特色を名付けて、労働問題の研究者の濱口桂一郎氏は著書『若者と労働』（中央公論新社 2013 年）の中で、「ジョブ型企業」と「メンバーシップ型企業」というように表現しているが、至極、的を得た表現のように思われる。

わが国の企業の場合、いったん会社のメンバーになればなかなかその資格をはく奪されることはない。それと引き換えに、社員はいつ何処でどのような仕事に就くか、どれくらい働くかなどの一切を会社の決定に委ねるのである。かつては社員旅行や運動会などの行事・余暇も社内のメンバーと共に過ごしていた人が多かったと思われる。会社は単に事業体としてだけではなく、生活共同体としての存在であったのである。

そのような長年を共にするメンバーの中で、処遇と少なからぬ関係をもつ人事考課が行われていく。それが納得性のあるものであれば仕方がないが、長年の間には評価が「平均以下」に置かれている社員たちの鬱積が溜まっていくのが見えてくる。また自分が望んだ仕事に就けたか、就けなかったかも大いに満足度に関係する。しかし大半の社員たちはそのような感情を押し殺し、形の上では多くの社員が「大過なく」会社生活を終えることになるのである。これでは総体としてのモチベーションは上がりにくい。

一方で、会社経営の側からは、収益性が低くても雇用維持のために継続しておかなければならない事業が存在する。これでは会社全体としての資本効率は改善されにくいであろう。

先に挙げたロシェル・カップ氏は、「雇用スタイル」「人事管理の慣行」「人材育成の方法」「企業文化」の大きな 4 分類の下にそれぞれの具体的な問題点を指摘している。例えば、自分の仕事内容を選ぶ方法のなさ〔雇用スタイル〕、人事異動が上手く計画されていない〔人材育成の方法〕などであり、今後、何を検討課題としていくべきかについて大いにヒントになるとと思われる。

「働き方改革」は現在のわが国で重要な政策テーマとなっているが、同一労働同一賃金や長時間労働の排除に向けた議論のウェイトが目立ちすぎる感がある。一方で、解雇ルール等の議論もあるが、従前の観念に捉われず大卒一斉雇用の仕組みから年齢差別問題など、体系的に現在の仕組み・制度の疲労箇所を点検して、より闊達な世の中にしていくための方策を検討していくことが必須である。

5. まとめにかえて

2017 年 9 月 9 日付けの朝日新聞の広告欄に掲載された記事ではあるが、渋谷教育学園理事長の田村哲夫氏はあるインタビューに答えて次のように話している。

青臭い考えで恐縮ですが、私はすべての教育のめざすところは「基本的人権の実現」にあると思っています。基本的人権とは、西欧の人々が長い時間をかけて勝ち取ったさまざまな権利の総体であり、その根幹にあるのは「人格的自律権」、つまり自分の人生は自分で決定するということです。しかし明治を迎えるまで西欧との接点をほとんど持たなかった日本では、残念ながらこうした考えが根付きませんでした。

そのため正しい意味での「個人主義」が育たなかった。それが問題だと思います。

この指摘は前述したように、仕事は自ら選ばずに会社から与えられるということに安住している人々が多く、しかもモチベーションがあまり高くないわが国の現状に通じるところがあるだろう。

本稿はわが国の株式投資への今後の期待を検討するために書き起こしたものであるが、現在、取組みが進行中である市場の当事者の課題は他の場に議論を委ね、その外側の環境に目を向けてみた。そこには直接の市場のプレーヤーだけではなく変えていくことのできない大きな課題がある。それは語り尽くすことのできないような広汎なものであり、ここではその一部に触れたに過ぎないが、本稿が今後の議論のための何らかの材料となればよいと思っている。

資本主義社会・市場経済の下では、企業が富を生む中心的な存在である。その企業が限られた経営資源を効率的に活用して世の中のニーズに合わせた財・サービスを提供し続け、それが拡大していくことで経済成長がもたらされる。まずはそのような経済の基本ルールともいえるべきことが知識として共有されなければならない。

しかしながら、わが国では限られた経営資源を効率よく活用して経済成長に結び付けていくという意識、新しい価値創造へのチャレンジが果敢になされることがより大きな成長に結びつくという考え方、株式投資が重要なリスク資本を提供するという極めて経済的な行為であるということ——などへの理解が普及していない。そして、これらを含む国民の経済リテラシーの問題に加え、ポジティブな思考やチャレンジ精神が相対的に欠落している。さらに、いわゆるメンバーシップ型の雇用形態の中で、従業員のモチベーション／エンゲージメントというものもなかなか上昇しにくい構造になっている。

これらの「経済リテラシー」「ポジティブシンキング」「モチベーション／エンゲージメント」は活性化された経済が持続するための大きな要素であるが、他の先進諸国とも比べつつ自らを省みることが必要である。それらのことを認識して理解するとともに、成長に向けたコンセンサスを形成していくことが大きな課題なのである。まして、わが国は他国に先んじて高齢化と人口減少が同時に進んでいる。これまで以上に成長というものに対して敏感になれば、今後の経済ひいては国民生活が厳しくなるばかりでなく、人々の将来への不安感が増大するなど、脱することが困難な負のスパイラルに陥ることにもなりかねない。解決のための糸口をどこに見出したらよいかは難しいことではあろうが、まず

もって問題を共有することが大事であり、それを基に同時にさまざまな施策を打っていく必要があると思われる。

現在の金融政策の継続や市場の当事者同士の対話に過度に依存しようとするのは、自ずと限界があるだろう。社会の構造や国民の認識に根差したところからの議論が必要であり、それは言わば、今後どのような市場経済の国を目指すか、どこをどう変えるか、変えないのかといった、国のあり様に関わる議論とも考えられる。したがって、広くコンセンサスを形成していくことが肝要である。世の中のヒト・モノ・カネという経営資源を最大限に有効に活用するための議論、そのような仕組みづくりをどうやっていくかは企業だけの課題ではないのである。

株式市場のパフォーマンスからは関連が薄いと捉えられかねない印象のある議論も多く行ってきたが、わが国の資本市場を取り巻く環境を変革していかない限りは、欧米先進国よりも将来への期待を持ちにくい株式市場がこの先もずっと続いてしまう恐れがある。そうした場合は、公的年金等の運用においても国内株式よりも外国株式のウェイトを高めを保っていった方がより効率的なポートフォリオとなり、良好なパフォーマンスを残していく可能性が高いと考えられる。そのような残念な事態から脱するためにも、本質を見据えた幅広い議論を行って方向性を見出していくことが肝要である。

《参考文献》

※本文中における参照・引用順に掲載

- ・「みずほ年金レポート 2016 年新年号」みずほ年金研究所
- ・『アメリカの高校生が学ぶ経済学』ゲイリー・E・クレイトン著、花岡幸子・山崎政昌訳；（2014 年 WAVE 出版）
- ・『日本の企業金融システムと国際競争』井手正介著（1994 年 東洋経済新報社）
- ・2017 年 8 月 6 日付日本経済新聞〔朝刊〕
- ・『ベンチャー白書 2016』一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
- ・『平成 26 年版 子ども・若者白書』内閣府
- ・「労働生産性の国際比較 2016 年版」公益財団法人日本生産性本部
- ・『日本企業の社員は、なぜこんなにもモチベーションが低いのか？』ロシエル・カップ著（2015 年 クロスメディア・パブリッシング）
- ・『若者と労働』濱口桂一郎著（2013 年 中央公論新社）
- ・2017 年 9 月 9 日付朝日新聞〔朝刊〕