

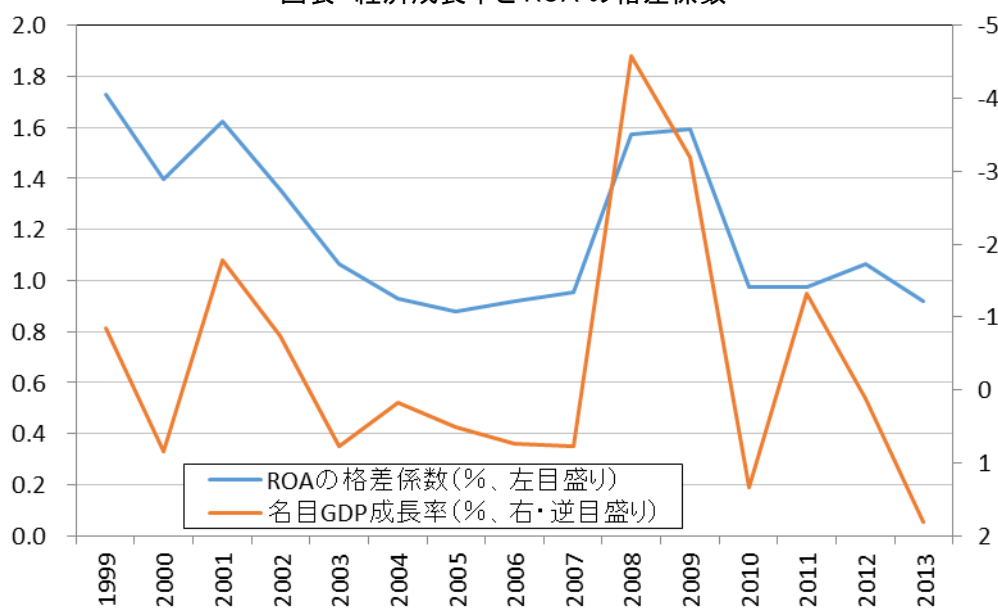
(年金運用)：企業業績の格差は縮小しているようだが

足元、日本経済の成長率が高まることにより、上場企業間の業績格差は縮小しているようだ。この状況を受け、2014年には日経平均株価とTOPIXの上昇率格差は拡大しなかった。とはいえ、今後の日本経済の動向を考えると、企業間格差の縮小は一時的現象だろう。

株価は企業業績の状況を反映して変動する。その企業業績は景気動向に左右される。景気が良くなれば企業業績が伸び、市場全体として株価が上昇する。ここまでは常識である。それでは、上場企業の業績や株価の相互の関係について、どのような特徴が見られるのだろうか。

景気動向と個々の上場企業の業績との関係を示したのが以下の図表である。この図表では、景気動向として名目GDP（国内総生産）の成長率を用い、また企業業績としては各年度決算（連結ベース）におけるROA（営業利益率／資産合計）について、その格差係数^注の水準を用いている。ROAを計算した対象企業は、2014年5月時点における東京証券取引所第1部上場企業である。なお、名目GDP成長率は逆目盛りとした。

図表 経済成長率とROAの格差係数



(資料) 開示情報と内閣府「国民経済計算」に基づいて作成

図表から、ROAの格差係数は名目GDP成長率と逆相関にあることがはっきりとわかる。言い換えれば、経済成長率が低くなればROAで評価した企業間格差が拡大し、成長率が高まれば、その格差が縮小する。このような景気動向と企業業績の関係が生じる背景には、企業経営力の差異があるものと考えていい。企業経営力が効果をもたらすのは低成長の場合であり、典型的には不況期だということになる。

それでは、足元の企業業績と株価の関係はどのようになっているのか。日本経済は12年中旬をボトムに景気の回復過程に入り、14年の消費税率引き上げの悪影響も乗り越えつつある。

この結果、企業業績の環境は比較的良好である。増益企業と減益企業が混在していることは確かなものの、全体としての企業業績の格差は縮小傾向にあると考えていい。

これを受け、株価には2つの特徴が見られる。1つは、当たり前のことではあるが、市場全体の株価上昇である。もう1つは、株価上昇率の格差の縮小である。オーバーに表現すれば、企業経営力の格差とは無関係に、どの上場企業の株価も上昇している。

後者の状況を端的に表しているのが、14年に入り、東証株価指数（TOPIX）の上昇率が相対的に高まってきている事実である。この事例として、日経平均株価とTOPIXの単純な倍率の推移を示すと、11年末以降の各年末は、116.0、120.9、125.1、124.0となっている。リーマンショック直後の09年から、TOPIXの上昇率は日経平均株価に劣後していたものの、その傾向が14年には見られなかったのである。

同様のことは、14年1月に鳴り物入りで導入されたJPX400とTOPIXの間でも見られる。13年末の両者の倍率は90.4、14年末は90.7と、ほとんど変化していない。JPX400は過去のROEの水準やコーポレート・ガバナンスに優れた企業によって構成されているにもかかわらず、導入後1年間のパフォーマンスには、その特徴が生かされていない。

それでは、今後の日本株への投資について、どのように考えればいいのだろうか。先の図表に戻るなら、日本経済の今後の成長率が高まるかどうかによって、上場企業であれば何でもいいのか、選別すべきなのかが決まることになる。結論は、すべての上場企業を潤すほどに経済成長率は高まらないと考えるのが妥当である。

経済成長率を決めるのは、労働投入量、資本投入量、技術進歩の3要素の伸び率である。日本経済の場合を考えると、労働投入量には人口問題が重しとなっている。少子化対策が功を奏したとしても、それが労働力として開花するのは四半世紀後である。資本投入量にも多くを期待できない。というのも、人口問題により、国内需要が停滞するからである。一方、国内に工場を新設したとしても、十分な労働力を得ることの難易度は高い。結局のところ、円安により、高付加価値製品の製造が国内回帰するかもしれないものの、汎用品は困難だろう。最後の技術進歩であるが、日本だけが突出すると想定するのは思い込みでしかない。また、旺盛な需要が見込める新興国に工場が移転することにより、技術も移転すると考えるのが自然である。かつての日本が欧米にキャッチアップしたように、今は新興国が日米欧にキャッチアップしつつある。日本と新興国の競争分野が拡大することはあれ、縮小することはない。

以上から、日本の経済成長率は低位で推移する。企業業績の格差が縮小することは考えられない。実はアメリカにおいても企業間格差が拡大している。その背景には、海外事業展開力の格差と、情報技術分野での技術革新がある。日本企業においても、海外展開の成否と、技術革新に適用できるかどうかにより、企業業績格差が生じ、それが株価にも反映すると考える。

（京都大学経営管理大学院 川北 英隆）

注 格差係数は、各時点の全対象企業のROAの標準偏差を平均値で除したもの