

## 日本の未来を問う

斉藤 惇

斉藤でございます。今日は、雪で足下が悪いにもかかわらず、このように多くの方々においでいただき恐縮しています。よろしくお願い申し上げます。

私は、長く企業の経営や組織の運営にかかわってきました。そうした立場から、この後、日本の経済・社会・企業のあり方について、このままでよいのかという問題を提起したいと考えています。

### 一、GDPと株価

(世界と日本のGDP)

IMFによれば、二〇一七年の世界のGDPは約八〇兆ドルとなっています。IMFは、二〇一七年一〇月時点で、二〇一八年と一九九九年の世界の実質GDP成長率をそれぞれ三・七%と予測していました。その後、二〇一八年一月に〇・二%ポイントずつ上方改定され、二〇一八年、一九年ともに三・九%と予測されています。

内閣府によれば、二〇一七年の日本の名目GDPは約五五〇兆円となっています。IMFは、先ほどと同じ二〇一七年一〇月時点の予測で、二〇一八年と一九年の日本の実質GDP成長率を、それぞれ〇・七%、〇・八%と見ていました。その後、二〇一八年一月に上方改定され、二〇一八年は一・二%、一九は〇・九%と予測されています。上方への改定幅は、二〇一八年が〇・五%、一九年が〇・一%となっています。特に二〇一八年の〇・五%ポイント引き上げは、他の国・地域より大きくなっており、その内容がどのようなものが問われています。

#### (株式時価総額とGDP)

世界株の時価総額は今や八〇兆ドルを超え、バフェット指数(株式時価総額のGDPに対する比率を一〇〇倍したもの)は一〇〇%を超える水準

になっています。過去を振り返りますと、二〇〇七、八年及び二〇一五年には、バフェット指数が一〇〇%を超えた後、不思議と株価は大幅に下落しました。

日本株の時価総額は、今や七〇〇兆円を超え、バフェット指数は一二四%まで上がってきています。数年前まで五〇〇兆円前後で推移していたGDPが、ここに来て五五〇兆円まで拡大したのも不思議ですが、このように株価が高くなっていることについても、これが本物かどうか問い直してみる必要があると思います。

#### (高い株価は本物か)

今の高い株価が本物かどうかに関しては、三つの観点から検討する必要があると考えています。一つ目は、長期にわたって進められてきた金融緩和の影響をどう見るかということです。二つ目

は、企業業績の実態をどう評価するかということ  
です。三つ目は、株価が形成される前提となつて  
いる日本経済の想定は妥当かどうかということ  
です。

以下では、これらの点について順次検討を加え  
ていきます。

## 一、金融緩和の姿

(余った資金が資産投資に流入)

近年、長期にわたって大規模な金融緩和が行わ  
れ、巨額の余剰資金が資産投資に流れています。

その意味で、最近の株価の上昇の一因は金融緩和  
であると言えます。私は、証券界で仕事をしてい  
た際、バブルのど真ん中に身を置いていました。  
不動産の債券化などをまっしぐらに進めて、三万  
八〇〇〇円の株価にチャレンジした人間の一人で

す。バブルのにおいは体で覚えており、今の株式  
市場は、その時と非常によく似ていると感じてい  
ます。

関連する数字を見ますと、法人企業統計で、二  
〇一六年度の企業の内部留保資金は四〇六兆円と  
なっています。一六四八兆円の資産総額の内、な  
んと現金が二一六兆円もあります。M & Aや株式  
買い戻しが二七六兆円と大幅に伸びておりますの  
で、設備投資は九一八兆円と低い伸びにとどまっ  
ています。これを見ますと、企業が本格的な生産  
性向上のための長期投資をしているとは思えませ  
ん。

(長期金利の下落)

二〇一七年一月時点で銀行貸出約定平均金利  
は、〇・九五四%となっています。1%を切る金  
利で資金を借り入れることが可能になっているわ

けです。新発国債の利回りは〇・〇四五%ですから、社債の利回りも1%前後となっています。

優良企業には潤沢な資金がありますので、金利が低くても、外部から資金を調達しようとはしません。そのような中で、資金は、ギリシャなどハイリスクな借り手のところに流れています。今やそうした借り手に対しても、1%ないし1・5%の金利が適用されています。以前であれば、超優良な借り手に適用される金利が、ハイリスクな借り手に適用されているわけです。

### (資金の行方)

私は、今、KKRというプライベートエクイティファンド（PE）に籍を置いています。KKRは、エクイティを使ったストラクチャーファイナンスを行っていますが、デットでも巨額の資金を調達しています。

この前、KKRは、わずか三、四日で世界から一兆円の資金を調達しました。PEは、リスク分散能力が高く、リスク分散にも長けています。このことを背景に、七、八%の収益率が期待できる物件に投資するため、スプレッドが大きく高いリターンを得ています。巨額の資金が高いリターンを求めて、PEに集まってきてしまうわけです。

かつて石油価格が百数十ドルまで上昇する中で、シェールオイルが急速に拡大しました。その後、石油価格が下落し出したところで、これらの企業は次々に破産しました。それと同様のことが、これから起きるのではないかと思えます。なぜなら、資金が余っているために、本来は借りられない企業が借入れを行っているからです。

### (避けられないとばかり)

冷静に考えますと、インフレが始まったら、金

利を少しずつ上げて、金融を引き締めればよいということになります。しかし、実際にインフレが始まり、金利が上がり出して、弱い企業が倒れたり、資金を借りられない人たちが苦しい状況に陥ったりしますと、金利を上げようにも上げられなくなるのが実情です。歴史を振り返りますと、これまでそうしたミスポリシーを繰り返してきており、結果的にバブルは必ず行き過ぎてしまいました。ガルブレイスが言っておりますように、歴史上、バブルは周期を置いて現われており、私どもは、このことを頭に入れておかなければなりません。

私は、証券会社で長く債券業務に携わってきました。そのような立場から見ますと、将来、今の金余りのとばっちりが出て来ると思います。マーケットは非常に正直で、力強く、無理をしますと、必ず反動が出てきます。私は、嫌というほ

どそのことを経験してきました。

最近、フィンテックが進展し、キャッシュレス決済が広がってきています。このことは、銀行が独占してきた決済機能を異業種に明け渡しつつあることを意味しており、将来の金融面の混乱を予想させるものであると思います。

### 三、企業業績の実態

#### (1) 経常利益の推移

法人企業統計によれば、日本企業の経常利益は、二〇〇八年のリーマンショックによって、二〇〇八年度は対前年度比三三・七%減の三五・五兆円、二〇〇九年度は対前年度比九・四%減の三二・一兆円まで落ち込みました。

二〇一〇年度以降、経常利益は、毎年度増加が続いており、二〇一六年度は七五・〇兆円に達し

ました。二〇一七年四―六月期、七―九月期の経常利益も高い水準が続いています。しかし、こうした経常利益の増加に対して、生産性の改善がどの程度寄与しているのかを見なければなりません。

## (2) GDP成長の要因

(日本のGDP成長率の要因分解)

私は、一九六三年に証券界に入りました。一九六〇年代の日本のGDP成長率は平均で一・一％となっていました。二〇〇〇年代は、これが〇・八％まで落ちています。GDP成長率が下落した要因を分析しますと、吉川洋教授が指摘されるとおり、労働投入量の減少より、むしろTFP(全要素生産性)の低下が大きく影響していることがわかります。加えて、資本投入の寄与も大幅に低下しています。主としてこの二つの要因に

よって、日本のGDP成長率が低下したわけです。

ここで、TFPとは、計算上は、GDP成長率から資本投入と労働投入の寄与度を差し引いたものですが、内容的には、経営合理化の進展など、経営面からのGDP成長への寄与の程度を表していると言えます。

かなり前のことですが、アメリカのあるファンド経営者から、今やコンピューター時代に入っているのに、日本は全くコンピューター社会になっていないと言われました。

例えば、飛行機を利用するに当たって、予約していたJALをキャンセルして、ANAに切り替えるとします。JALとANAのコンピューターがつながっていないため、両社のカウンターで手続きをする必要があり、手続きを終えるのに少なくとも一時間はかかります。これに対して、アメ

リカではこのような手続きはせいぜい五分から七分で終わります。このように、日本は、社会全体がコンピューターを使う時代のストラクチャーを持っていないのです。

一つつけ加えますと、私は、日本野球機構の会長になって、子どもは公園でキャッチボールをしてはいけない、学校の壁にボールを当ててはいけないなど、やってはいけないことが厳格に通達で決められていることに驚きました。それでは、子供はどこで野球をやるのかと聞きますと、そのようなことは知りませんと言われます。あれはいけない、これはいけると個々に禁止事項を定めることで、結果的に子どもが野球をできる環境をなくしてしまっているのです。

日本では、野球に限らず、これに類したことが非常に多いのではないかと感じています。

(GDPの二%成長達成の要件)

GDP成長率は、就業者数変化率と労働生産性上昇率の足し算で表されます。

日本の就業者数変化率は、二〇一五年度～四〇年度の平均でマイナス〇・九%と見込まれます。このような中で、二%のGDP成長率を達成しようとしみますと、労働生産性は二・九%上昇する必要があります。しかし、高成長を実現した時期のアメリカでも、労働生産性の上昇率は一・五%程度にとどまっていました。このことを考えますと、日本で二・九%の労働生産性上昇率を確保することは困難と考えられます。

なお、日本では、最近でもGDPが二%成長を達成した年があります。これは、実は就業者数が増えているからです。二〇一七年一月の就業者数は六五五八万人で過去最高となっています。この背景には、女性と高齢者で労働市場に参加する

者が増えたことがあります。高齢者の労働参加は、今後とも増えていくと思われます。また、女性の労働参加率は、今やアメリカ並みに高くなっています。これまで日本では、年齢階級の女性の労働参加率は、三〇歳代で低くなっています。このことを指して、M字カーブと呼ばれることもありました。最近では、従来のようなM字カーブは見られなくなりました。

しかしながら、今後は、労働生産性がよほど改善しない限り、日本がGDPの二%成長を続けることは困難ではないかと思えます。

### (3) 労働生産性の動向

日本生産性本部の資料に基づいて、先進七ヶ国の一時間当たり労働生産性を比較しますと、アメリカが七〇ドル、ドイツが六八ドル、フランスが六七ドルで、イタリア、イギリス、カナダがはず

れも五〇ドル台であるのに対し、日本は四六ドルにとどまっています。日本の労働者の稼ぎは、どうしようもないくらい低いと言わざるをえません。

これは、日本人の労働者が働かないためではありません。労働者は働いているのですが、企業の経営モデルが労働生産性を高めるようなものになっていないことが背景にあります。

次に、先進七ヶ国の労働生産性順位の変遷を見てみます。日本は、一九九〇年前後に一時イギリスを上回った他は、常に最下位です。企業の経営モデルを見ますと、オーナー企業を除いて、労働生産性を向上させるための改革を行っている企業は非常に少ないのが実情です。

私は、日本取引所グループでCEOを務めた際、金融庁とも協力して、コーポレートガバナンス・コードを制定しました。先ほど来申し上げて



きたようなことが念頭にあって、株主の圧力を使って企業の経営改革を進めようと考えたわけです。コードを制定した後、積極的にコードへの対応を進めておられる企業もありますが、全体としてはまだまだ課題が多いと思っています。

#### (4) 企業業績の動向

##### (企業業績格差比較)

日本と海外の電機メーカー、重電メーカーの業績格差を比較してみます。決算時期は、日本企業の場合は二〇一六年度、海外企業の場合は二〇一六年一二期又は二〇一七年九月期です。一人当たり純利益に着目しますと、日本企業では、パナソニックとソニーが五〇〇〇ドル、日立が七〇〇〇ドル、三菱重工が一万ドルにとどまっています。

他方、海外企業では、シーメンスが一万八〇〇

〇ドル、アルファベットが二七万ドル、アップルが三九万三〇〇〇ドルに上っています。

要するに、日本企業と海外企業では、一人当たり純利益に桁外れの差があります。日本企業の利益が少々よくなったと言いますが、その程度では、海外の企業との競争には勝てないと言わざるをえません。

##### (世界の時価総額トップ一〇企業の変遷)

武者リサーチの資料に基づいて、二〇〇七年と二〇一七年の間の世界の時価総額トップ一〇企業の変遷を見てみます。

アメリカでは、一〇年前にトップ一〇に入っていて、今も残っているのはマイクロソフトだけです。一〇年前に一〇番目を占めていたトヨタ自動車は、今は姿を消しました。今、トップ一〇の上位に入っている企業は、アップル、アルファベッ

ト、マイクロソフト、アマゾン、フェイスブックなどのIT企業です。驚くのは、今のトップ一〇には、テンセントとアリババの二つの中国企業が入っていることです。

今の時価総額を一〇年前と比較しますと、アップルが八・二倍、アルファベットが四・七倍、アマゾンが一九・九倍、テンセントが六四・四倍などとなっております、その拡大には目覚ましいものがあります。

(日本の時価総額トップ一〇企業の変遷)

日本に目を移して、二〇〇七年と二〇一七年の間の時価総額トップ一〇企業の変遷に着目します。

新たにトップ一〇企業に入ってきたのは、ソフトバンクグループ、キーエンス、KDDIくらいで、その他の顔ぶれはほとんど変わりません。ア

メリカと異なって、IT産業は入ってきません。

今の時価総額を一〇年前と比較しますと、トヨタが一・一倍であるなど、多くの企業は一倍強にとどまっており、ほとんど変わっていないというのが実情です。そのような中で、ソフトバンクが三・九倍、キーエンスが七・六倍となっているのが目を惹きます。

日本の株式時価総額が七〇〇兆円になったと言いますが、一つ一つの企業を見ますと、せいぜいこの程度であることがわかります。

(5) 日本社会が抱える根の深い問題

(重厚長大企業中心の日本経済)

二〇〇八年一月四日以降の一〇年間で、日経平均株価は一・六四倍になりました。日経平均は、日本を代表する重厚長大企業を中心に構成されています。

同じ一〇年間で、JASDAQ INDEXは二・六八倍に、また、日経中小型株指数は二・三一倍になりました。これらの指数の伸びは、ニューヨークダウ工業株三〇種の伸び（二・〇五倍）より大きくなっています。

日本では、残念ながら、JASDAQ公開企業や、中小型株指数構成企業に対し、十分な敬意が表されているとは言えません。経済団体なども、大会社のサラリーマン社長が牛耳っています。経済団体の会合などでも、新興企業の代表者ときちんと向き合って話をしようとはしません。これが日本社会の実情です。

（今はよいが将来が心配）

日本企業の経常利益は、今、大きく伸びています。これには、中国への輸出の増加が寄与しています。気になることを挙げますと、半導体の製造

装置が日本から中国にどんどん輸出されていることです。中国企業は、いずれ、これで作った半導体を輸出してくるに違いありません。今は輸出が伸びて、日本企業の業績もよくなっているわけですが、今やっていることが、将来、どのような形で日本に返ってくるかを十分に見極めながら、対応を考えていく必要があると思います。

（技術開発の成果を生かせない日本）

日本では、せっかく先進的な技術開発を行っても、それを商品として販売し、利益に結びつけることができないことが多く、不思議でしょうがありません。このことは一種の悲劇に近いように思います。

例えば、今、NANDフラッシュメモリが爆発的に売られています。これなしではスマホは作れません。NANDフラッシュメモリは、東芝におら

れた舛岡富士雄氏が開発されたものです。彼は経営陣に、電気消費量が少なく、発熱量も小さいため、必ずNANDフラッシュメモリの時代が来ると訴えました。しかし、これを生産するためには、巨額の設備投資が必要でした。このため、東芝の経営陣は、彼の提言を取り上げず、研究所の所長にして現場から切り離してしまいました。その後、彼は東芝を辞め、東北大学に移りました。そして、東芝に一一億円の特許料を支払うことを求めて訴訟を起こしました。裁判では、東芝が八七〇〇万円を支払うことで和解しました。東芝は、NANDフラッシュメモリの技術をサムスンに売却し、今やサムスは世界一のフラッシュメモリのメーカーになっています。同社には、NANDフラッシュメモリのすごさを見抜く力があつたということです。

このところ、電気自動車に関心が集まり、動力

源のリチウム電池が注目されています。これを開発されたのは、旭化成におられた吉野章氏です。

今、中国では、QRコードによる決済が爆発的に普及しています。中国では、キャッシュレスが進展し、身近な飲食店などでもQRコードで精算が行われています。このQRコードを開発されたのは、デンソーにおられた原昌宏氏です。なぜ中国でQRコードが普及してきたのかと申しますと、中国では、にせ札だけで現金が信用されておらず、また、クレジットカードも普及していないという事情があるためだそうです。日本でも、やろうと思えばできたと思うのですが、銀行が消極的であったために実現しませんでした。銀行は、キャッシュカードの利用手数料で利益を得ています。この他にも、銀行は為替手数料など、決済関連の手数料で巨額の利益を得ています。このようなことが、日本でQRコードによる決済が普

及しなかつた背景にあるのではないかと思ひます。

日本の社会には、このような隠れた根の深い問題があります。農業問題などもそうですが、これを壊そうとしますと、徹底的に足を引っ張られてしまいます。結果的に、それが日本をコスト高にし、競争力を損ない、生産性を落としているのです。このようなことを解決して、株価が上がつたら本物ですし、日本は、再び世界で冠たる国になると思つたのですが、なかなかそのようなことにはなりません。

#### (6) 日本の人口構成比の推移

今後の日本の課題として、少子高齢化と人口減少の問題があります。日本の人口構成比を見ますと、二〇一五年で二六・六%を占めている老年人口（六五歳以上）は、二〇六五年には三八・四%

まで上昇すると見込まれています。将来の労働力となる年少人口（〇〜一四歳）は、二〇一五年で一・二・五%ですが、これが二〇六五年には一〇・二%まで下がる見込みです。また、二〇一五年で六〇・八%を占めている生産年齢人口（一五〜六四歳）は、二〇六五年には五一・四%まで下がる見込みです。高齢者が増える一方、モノを作る人と年少の人たちが減っていきます。

結果的に、消費市場は縮小し、教育機関の経営も苦しくなつてしまいます。

### 四、将来の仮想に嘘はないか

#### (1) 社会保障費を巡る問題

##### （社会保障費の増加）

二〇一八年度一般会計予算案において、予算規模は九七・七兆円、歳入の内、税収は五九・一兆

円となっております。税収は、リーマンショック後の二〇〇九年度に三八・七兆円まで落ち込んだ後、回復傾向をたどっており、ようやく六〇兆円近いところまで拡大してきました。公債金収入

は、三三・七兆円となっております。歳出においては、社会保障費が三三兆円に上り、歳出総額の三三・七%を占めるまでになっています。

一九九〇年頃までは、一般会計の歳出と税収はほぼ並行して推移しており、何とか健全と言えれば健全と言える状況でした。しかし、その後、社会保障費を中心に、一般会計の歳出が伸びていく一方、税収は長く低迷が続きました。

人口が減少する中で、今後、それほど税収が伸びるようなことは考えられません。このような財政状態を見ますと、目先の景気のために財政を出動させるような政策はとも採ることはできません。むしろ、日本は、このまま進めば、将来、財

政が崩壊するであろうことを認識しなければなりません。

#### (社会保障給付費の推移)

厚生労働省によれば、二〇一七年度の社会保障給付費は、一二〇・四兆円に上ります。国民所得が四〇四兆円ですから、国民所得に対する社会保障給付費の割合は約三〇%になります。この内、五・六・七兆円が年金、三・八・九兆円が医療、二・四・八兆円が介護などの福祉となっています。これまでの推移を見ますと、三つの分野が全て右肩上がりになっていることが容易にわかります。

もちろん、こうした給付費を全て税で賄っているわけではありません。給付費は、年金積立金や保険料などからも賄われています。しかし、今後、働き手の数が減少する中で、給付費を賄うために必要な財源を調達することは容易なことでは

ありません。他方、使う方はどんどん膨らんでいくことが避けられません。

### (医療費の負担)

医療費の内訳を見ますと、国が二六%、地方自治体が二三%、事業主の支払う保険料が二〇%、被保険者の支払う保険料が二八%で、患者負担は一二%しかありません。高齢者は、一二%の負担で、飲みきれないくらい薬をもらっています。患者負担が小さいために、それほど負担感がなく、無駄になりかねない薬をもらっているわけです。このような国は珍しいと思います。

### (高齢者医療の問題)

世界の病院のベッド数と平均在院日数に着目します。日本では、人口一〇〇〇人に対して一三・二台のベッドがあります。これに対して、福祉国

家と言われるスウェーデンで二・四台、イギリスで二・六台、アメリカで二・八台、フランスで六・一台、ドイツで八・一台となっています。平均在院日数は、日本人が二九・一日で圧倒的に長くなっています。外国の場合、スウェーデンで五・九日となっており、長めのフランスでも一〇・一日にとどまっています。

年齢階級別の医療費を見ますと、日本では、七〇歳以上の人が、医療保険制度分の医療費の四八・三%に当たる一四・八兆円を使っています。このような高齢者の医療費を縮減する努力が必要です。

例えば、死亡する一ヶ月前の治療費を見ますと、自宅で治療した場合は五八万円であるのに対して、病院で治療した場合は一一五万円に上ります。今、政府は、在宅治療を推進しようとしています。病院での治療にコストがかかることは明らか

かですので、日本でも、平均在院日数を外国並みに一〇日程度まで減らすことはできないものかと思えます。

また、患者の自己負担割合も、今のようない二％ではなく、裕福な人の場合は五〇％〜六〇％、その他の人でも三〇％くらい支払うことはできないでしょうか。もちろん、支援が必要なお人の場合は、一〇％ないし二〇％にとどめればよいわけです。国民の側から政府に対して、自主的にこのような申し出をするぐらいでないといけないのではないかと思います。

問題は、選挙において、有権者に対して「何日間でも入院が可能ないようにする」とか、「たくさん薬を飲むようにしてあげる」と言ったら当選する一方、「もっと医療費を負担すべきだ」と言ったら落選するという現実があることです。これは、有権者の知性の問題であり、国民に対する

教育の問題でもあります。改めて国民の倫理観が問われているように思います。

(増えない可処分所得)

今、政府は、企業に対し、三％の賃金引き上げを強力に呼びかけています。振り返りますと、雇い用者報酬は、二〇一二年から一六年度までの間に一六・八％上がっています。しかし、可処分所得は、この間、七・九％しか上がっていません。雇い用者の賃金が上がりますと、所得税や社会保険料負担が増えるからです。雇い用者負担に占める社会負担の割合を見ますと、二〇〇六年度が二五・九％であったのに対し、二〇一六年度は二九・一％となっています。結果的に、賃金が上がっても可処分所得が増えず、消費も伸びません。日本は、このような問題に正面から取り組み、抜本的に解決しなければなりません。



(2) 生産性向上への日本企業の取り組み

(ポートフォリオ経営)

ボストン・コンサルティングを設立したブルース・ヘンダーソン氏は、企業の事業サイクルを巡って、ポートフォリオ経営に関する理論を展開しました。

これによれば、これから発展しそうな事業を選択し、そこに資源（人、物、金）を投資します。そして、シェアが高く、成長性も高いSTARに成長させます。これを、生産性が高くリターンの出るCASH COWへと育て上げ、次世代事業に投資するための原資を作り出すわけです。事業には、発展と衰退の過程があることを前提とした理論です。

日本企業は、得られた利益を次世代事業に投資するのではなく、内部にため込んでしまいがちです。これでは、企業は、発展する事業を抱えて成

長し続けることは困難と言わざるをえません。

(ポートフォリオ経営の事例)

外国企業におけるポートフォリオ組み換え事例を見ますと、二〇〇三〇年の周期で事業を買収・売却していることがわかります。

GEは、かつてGEキャピタルという会社を持ち、一九九七年には、収益でシティグループを超え、世界最大の設備リース企業となりました。その後、GEは、二〇〇八年から消費者金融事業からの撤退を開始しました。この時、GEの利益の三割は金融業から上がっていました。しかし、金融規制が厳しくなり、事業の成長性がないと見て切り離しを進めたわけです。このように、GEは、時代の動きに合わせてダイナミックに、シェアも成長性も低いペット事業を切り離してきました。

3Mは、かつてゲーム事業やテープレコーダーの会社なども抱えていましたが、衰退が見込まれる事業や勝ち目のない事業の売却を進めてきています。

ダナハーパーは、元来、不動産事業を行っていましたが、その後、そこから脱皮し、技術力を強みとした機器・装置のメーカーの買収と売却を繰り返してきています。

シーメンスは、インダストリー4・0の言い出しっぺとして有名です。同社は、七つのペット事業を将来性がないと見て売り出しました。KKRはこれらを全て買い、十数年かけてリバイタライズして売却しました。KKRは七つの事業の購入のために、一兆円近い資金を投下しました。シーメンスは、その資金を利用して、インダストリー4・0と言われるデジタル製造企業への転換を進めているわけです。

外国企業では、このようなダイナミックな取り組みが行われているのに対し、日本企業には、そのようなダイナミズムが感じられません。先輩がやっていたことを壊すのは大変です。「先輩がやっていたことを壊すのがお前の仕事だ」という経営者が必要ですが、そのような人はほとんどいないのが実情です。

#### （今後の液晶パネルの製造）

液晶パネルは、スマホにも、テレビにも、タブレットにも使われています。

二〇〇〇年以降の国別の液晶パネル供給能力を見ますと、韓国と台湾が大きなシェアを占めており、最近では中国のシェアが高くなってきています。今や日本のシェアは小さなものにとどまっています。

中国では、今後三年間で、七ヶ所もの液晶パネ

ルの大型工場が立ち上がる予定です。このため、中国は日本から大量の液晶パネル製造装置を輸入しています。これに伴って、今、日本の輸出は中国に向かって伸びていますが、工場が完成すれば中国は日本に攻めて来ることになると思われるます。

若い人たちと話しますと、こうした状況を見て強い危機感を持っています。しかし、それが企業の政策に反映されないのが実情です。トップに上がっても、オーナー経営者は別にして、トップが対応しようとしなのが問題です。

(今後の有機ELの生産体制)

今後、テレビでも、スマホでも、液晶が有機ELに置き換わっていくでしょう。稼働中又は計画中のスマホ向け有機ELディスプレイの生産ラインを国別に見ますと、日本にはジャパンディスプレイ

レイの一つしかありません。しかも内容は未定となっています。それに対して、韓国には三つ、台湾には二つ、中国には九つの生産ラインがあります。これが、今の日本の電子部品メーカーの実態です。

(日本企業が行うM&A)

日本企業が海外で行うM&Aは増えておりませんが、実際は一五%くらいしか成功していません。M&Aで成功するのはなかなか難しいと言わざるをえません。M&Aを本当に真剣にやっているのは、創業者がトップを務めているワンマン会社ぐらいしかありません。サラリーマン上がりの人がトップを務めている会社の場合は、うまくいかないケースが多いように思います。

(3) 将来に向けた成長の可能性

(若者の意欲の国際比較)

将来に向けた成長の可能性を見るために、若者の意欲についてアンケート調査を行った結果を見てみます。

世界の中学生、高校生を対象として、「うまくいくかわからないことにも意欲的に取り組みますか」という質問をしました。その結果、「取り組みます」と答えた中学生・高校生は、日本では五二・二%にとどまりました。他方、フランスでは八六・一%、ドイツでは八〇・五%、イギリスでは八〇・一%、アメリカでは七九・三%、韓国では七一・二%に達しており、低めのスウェーデンでも六六・〇%となっています。これはエンゲージメント指数と言われるものです

この種のデータを採りますと、日本はいつも世界最低です。もちろん、日本人でも、プロ野球の

大谷翔平選手のように、リスクにチャレンジする若者がいないわけではありません。しかし、そのような人は微々たるものにとどまっているのが実情です。親離れしたくない、日本から出たくないと思っている人に、本当にチャレンジすることができるとは思えません。

東京大学の松尾豊特任准教授は、この前の講演で、AI（人工頭脳）の分野では、今や深圳がシリコンバレーを抜いていると言っておられました。また、ソースネクストの松田憲幸社長は、会社から命じられてシリコンバレーに駐在している日本人はかなりいるが、事業をやりながらシリコンバレーにいる日本人は、同氏一人しかいないと言っておられました。他方、韓国人や中国人で、松田氏のような人はたくさんいるようです。

(中国の成長の背景)

この前、ある会社の方に「中国の技術進歩はどうかしてこれほど速く、部分的にせよアメリカの技術を超えることになったのか」と聞きましたら、「外国にいた中国人が、これほど技術を持って中国に帰るとは思わなかった」と言っておられました。アメリカの、しかも軍需産業の中核にいたような人たちが、先端技術を持って中国へ戻っており、中国政府も彼らを優遇しているようです。もちろん、中国では先端技術のコピーも行われていますが、コピーであれば日本でも行っていたわけで、コピーする能力があるだけでもすごいと思えばよいのです。中国は、この分野の教育を徹底的にやって攻め込んできています。日本は、危機感を持たなければならないと思います。

(世界の新規起業比較)

次に、国別起業活動率に着目します。これは、一人又は複数で、スタートアップ又はニュービジネスを始めようとしている起業活動者の労働人口に対する比率を表しています。これによりまずと、上位には、アフリカや中南米の国が並んでいます。これらの国では、既存のビジネスが乏しいため、この比率が高くなるのは当然です。しかし、アメリカなどビジネスが盛んな国でも、この比率は中位に位置しています。他方、この調査で、日本は下から二番目です。

これに限らず、どのような数字を採っても、日本は、起業能力が非常に低いという結果が出ています。このところ、ようやくAI分野などで起業する人が出てきていますが、質と量の両面でひどく物足りないというのが実情です。

## 五、外国との比較で見えてくる日本

### (1) コーポレートガバナンスの違いによる日米の

#### 差異

##### (株式時価総額)

以下では、コーポレートガバナンスの違いの結果、日本とアメリカでどのような差異が生じているのかに注目します。

まず、日本とアメリカの株式時価総額を比較します。一九八九年のバブルのピークで、日本の株式時価総額は六四〇兆円で世界一になりました。その時、日本では、皇居の土地でカリフォルニアが買えるなどと言われました。私も、トランプ氏のホテルを買いに行つて、彼と交渉しましたが上手くいきませんでした。

今、日本の株式時価総額は約七〇〇兆円になっています。他方、アメリカの株式時価総額は、今や三二兆ドル、三二〇〇兆円にも上っています。

##### (一株当たり売上高)

次に、アメリカと日本の一株当たり売上高を比較します。アメリカでは、一株当たり売上高は趨勢的に増加傾向にあり、二〇一一年以降、一〇〇〇ドルを超えて、二〇一七年は一九五ドルに達しました。他方、日本では、長く二〇ドル前後を歩き来しており、二〇一七年は一八ドルとなっています。アメリカと日本では、ともかく桁が違います。日本人は、この事実を冷静に認識しなければなりません。

##### (名目GDP)

アメリカと日本で名目GDPを比較しますと、

日本はようやくやく五五〇兆円までしましたが、アメリカは二〇兆ドルで、二〇〇〇兆円を超えています。なお、中国のGDPも日本の二倍を超えると  
ころまでできています。

(M & A件数・金額)

アメリカと日本でM & A件数・金額を比較しますと、最近、日本でM & A件数が増えたと言われますが、件数、金額ともに、アメリカとは大きな違いがあるのが実情です。

(年金運用パフォーマンス)

日本では、国民年金・厚生年金、共済年金の年金積立金は、二〇一四年一〇月以降、ポートフォリオの見直しが行われるまで、長く国内債券と国内株式を中心に運用されてきました。その結果、二〇〇六年度を一〇〇とした年金積立金残高は、

二〇一六年度で一三二〜一三五となっています。他方、アメリカでは、二〇〇六年度に一〇〇であったものが、二〇一六年度は一六六〜一七八となっています。この間の利回りは、日本が三%程度となっている一方、アメリカは七〜八%程度となっており、両国で大きな差異があります。

高齢者が増え、年金の支給額が増加しています。それにもかかわらず、テレビなどで、年配の女性が「損をしては困るので、年金の積立金で株式を買うのは止めてほしい」などと大間違いのことを言っているのを目にすることがあります。国民の中にはそれを見て拍手する人もいるのでしようが、そのようなことではどうしようもありません。

(2) 諸外国とのその他の比較

(高度人材の国際人口移動)

高等教育終了人口に占める外国人の割合と高等教育終了者のOECD加盟国への移住率に着目します。

前者は、オーストラリアが三九%、カナダが三〇%、アメリカが一六%になっているのに対し、日本は一%にとどまっています。また、後者は、イギリスが一%、ドイツが九%、フランスが六%となっているのに対し、日本は一%にとどまっています。

日本は、外国人の高度人材をほとんど活用することができていません。また、日本の高等教育終了者の中で、外国に移住して活躍できている人材も非常に少ないのが実情です。

(労働人口に占める外国人の割合)

労働人口に占める外国人の割合を見てみます。

日本でも、最近外国人労働者が増加し、二四〇万人になりました。外国人労働者の割合は一・四%となっています。日本では出生率が一・四%まで下がっており、外国人労働者に頼らざるをえなくなっていることが背景にあります。

しかし、海外に目を向けますと、外国人の割合は、シンガポールが三八・二%、アメリカが一六・二%、ドイツが九・四%、イギリスが九・六%などとなっております。日本を大きく上回っています。韓国も移民を促進しており、最近では二・一%となっております。

このようなことを申しますと、海外でイスラム問題が生じているのは移民が増えたためだ、日本でそのようなことが起きてよいのかと言われるかもしれません。しかし、そうした問題が起きないようなやり



方をすればよいだけのことです。

(日本とフランスの取り組みの差異)

一〇年ほど前、フランスの哲学者のアタリ氏が来日し、朝食会で「Japanese are foolish.」と言いました。これに対し、「人の国に来て、Japanese are foolishとは何事だ」と申しましたら、彼は、「日本に来て、国会議員、官僚、学者に、日本の問題は何かと聞いたたら、皆が人口問題だと言った。そこで、どのような対策を講じているのかと聞くと、幼稚園を増やしているという答えが返ってきた。あきれて物が言えない」と言われました。

フランスでも、一時、出生率が一・三程度まで下がりましたが、今は二程度まで戻っています。これは、嫡出子についても私生児についても、学校教育を含め、法的には全く同様に取扱いこ

とにしたことが背景にあります。日本では、出生率を上げるための取り組みも行わず、積極的に移民を受け入れることもしていません。そのような中で、医療費を含めて社会保障給付費が増えるにまかせ、それによって生じる財政赤字を賄うために、国は、毎年度、巨額の国債を発行しています。加えて、税金に貢献する企業は、じりじりと競争力をなくしてきているのが実情です。

(働き手のスキル獲得支援)

AIやコンピューターの活用が進む中で、労働者のスキル向上のための再教育が必要になります。ここで、ランスタッド・ワークモニターの資料に基づき、労働者のスキル獲得を支援するため、費用を負担している企業の割合を見てみます。日本では、この割合は四一%にとどまっております。世界三三位となっています。多くの企業が労

働者を再教育し、時代に合ったスキルを持たせようとしていません。他方、この割合は、インドが八五%、中国が八二%となっており、これらの国の方が、企業はよほど労働者の再教育に力を入れていることがわかります。

## 六、まとめ

今、日本は、コストがかかる、痛みを伴う改革を進めなければなりません。これによって、長期にわたって日本株が評価され、世界の年金のポータルフォリオに安定的に日本株が組み込まれ、本格的な安定成長を予想することができるようになるのではないかと思います。

現在、日本では、コストと痛みを先送りすることによって、目先のベターパフォーマンスを追いかけていますが、いずれこのコストを支払わされ

る日が来るであろうと思われる。

日本は、世界的に人間的豊かさを持った調整役者として、強いリーダーシップと語学力を身につけ、強い挑戦する精神を持った優秀な若者を育てることが期待されています。そうすることによって、日本は先頭を切ってポーターレス政策を推進していけると思います。しかし、日本の若者は、語学力にしても気力にしても、十分な競争力を持っていません。今後、早急にこの点の改善を図っていく必要があります、これこそが真の第三の矢だと思っています。

時間が参りましたので終わらせていただきます。御清聴大変ありがとうございました。(拍手)

**増井理事長** 齊藤会長、該博な知識と、豊かな経験に基づいて、日本に対して大変重い骨太な警告のお話を聞かせていただきました。

若干時間がございますので、御質問がございましたら、どうぞ。

質問者 A 大変貴重なお話を聞かせていただき、ありがとうございます。ふだんから心配していることを全ておっしゃっていただいて、溜飲の下がる思いがいたしました。

私たち資本市場にかかわる者ができることは何かを考えた時、市場機能を生かすことよって、政府や中央銀行に対してシグナルを送ることではないかと思えます。市場の価格発見機能をきちんと生かすことが、我々の使命ではないかと思うのです。しかし、現実には、国債市場を殺してしまつたために、財政赤字の問題に対して市場が何もサインを出すことができていません。この点に関する業界としての取り組みについて御意見を賜ればと思います。

齊藤 そのとおりです。先ほど言いましたよう

に、私は、日本取引所グループのCEOを務めていた際、金融庁の協力も得て、コーポレートガバナンス・コードを制定しました。私は、一九九七年頃、コーポレートガバナンスに関する論文を執筆しました。それ以前、一九七二年にニューヨークに赴任しました。その時、アメリカは、ニューヨーク市が破産したり、犯罪が頻発したりするなど、大変な状況になっていました。その頃、皆が、明日のアメリカはない、これからは日本の時代だと言っていました。アメリカの株価は五〇〇ドルと一〇〇〇ドルの間を行ったり来たりしていました。それが、どうして今のように蘇つたのでしょうか。これは、企業経営に対して、株主による厳しいガバナンスがなされたためであると思います。

株主は利益を求めて貪欲に動きます。株主は大変な力を持っており、そのような強い力で経営者

を押さえないと、経営者はなかなか動きません。

アメリカでは、SOX法に基づき、CEOは宣誓書にサインすることが求められます。ここでうそをつきますと、CEOは刑務所に入れられ、一生を潰すことになります。したがって、この制度は経営者を律する上で非常に有効です。日本では、経営者はたくさんのサインをしますが、それが問題になって刑務所に入れられた経営者を見たことがありません。アメリカのように経営者を追い込まないと、十分な効果がないのではないかと思います。

**増井理事長** その他に御質問はございますでしょうか。

**質問者B** 大変貴重なお話ありがとうございます。

冒頭で、金余りが続くと、必ずマーケットからとばっちりが返ってくる、インフレが来ても、利

上げができないために、バブルは行き過ぎてしまふ、歴史的に見てバブルは繰り返して発生するというお話がありました。今回においても、かなりの確率でバブっており、いずれバブルは潰れるということを示唆されたのだと思います。講師の長い御経験を踏まえた直感でよろしいのですが、今回のバブルが破裂するとすれば、どのような要因がトリガーになり、どのような形でバブルが終わることになるのか、コメントをお願いしたいと思います。

もう一つ、今、日銀は、超金融緩和を行っており、バランスシート残高は五〇〇兆円を超えています。そのため、インフレが来ても、日銀は金利を引き上げられず、金融緩和を続けざるを得なくなるのではないかと思います。最後は、インフレ調整によって国の借金を清算する方向に向いているのではないかと思うのですが、この点について

てはどのようにお考えでしょうか。

齊藤 私はアメリカで、ボルカーFRB議長が金利を一四%まで引き上げていくのを見ていました。企業がバタバタと倒れていく中、彼は *Don't care* で、頑として強力な締め策を続けました。結果的に、その時の政策がアメリカを再活性化することになりました。その時、彼が曖昧なことをやっていたら、アメリカは本当に潰れていたと思います。その意味で、ボルカー議長がアメリカを救ったという印象が強に残っています。

私は、証券会社で、一〇年利付き国債の八九回債（一九八六年一月〜八七年一月までの指標銘柄）をデールしていた際、公定歩合が二・五%のところ、国債回りは三%を切ると言っていました。なぜそのように言ったのかと申しますと、イギリスの歴史を見た時、長期金利が一%を下回る時代が長く続いたことを知っていた

からです。したがって、日本が先進国になれば、必ずそうなると考えていました。

歴史を振り返りますと、金利は、ある時に一〜二%に下がっても、その後は必ず戻しています。時間がかかるだけです。イギリスでは、戦後、何十年にわたって、つまりサッチャー首相が登場するまで、株価は上昇しませんでした。そのような中で、イギリスでも株価は必ず上がると言った有名人がいました。なぜかと申しますと、独裁的な政権の下ではデフレ政策は可能ですが、選挙がある以上、民主主義はインフレにつながりやすいからです。実際、労働党内閣に代ってサッチャー首相が登場したことで、インフレが生まれました。それに伴って、イギリスでも株価は暴騰することになりました。

ここからも、マーケットは、行き過ぎた後、必ず修正すると言うことができます。マーケットで

は、絶対に正しいということではなく、だからこそ、冷静に見ておかなければなりません。

今の金融緩和政策に関しては、私の立場では発言しにくいというのが正直なところです。ただ、マーケットを途中で止めるようなことはほとんどできないというのが私の考えです。行き出したらダーツと行って、最後に血を見るところまで行ってしまいます。経済はインフレとデフレの間を行ったり来たりしていますので、仮に行き過ぎるようなことがあっても、しようがないように思います。

**増田理事長** それでは、そろそろ時間でございますので、今日の「資本市場を考える会」はこの辺りで終わらせていただきます。

齊藤会長、大変深いお話をいただきました。ありがとうございます。(拍手)

(ざいとう あし・KRIヤバノ交野Global Instituteニアンエロ) 一般社団法人日 本野 球 機 構 会 長

(本稿は、平成三〇年二月二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

齊藤 惇 氏

略 歴

2017年11月より日本野球機構会長。2015年8月にKKR ジャパンに会長として参画、2017年12月よりKKR Global Institute シニアフェローに就任。KKR 以前は、2013年1月から2015年6月まで株式会社日本取引所グループの取締役兼代表執行役グループCEOとして日本の株式市場の発展に尽力した。同社発足以前は、2007年6月より東京証券取引所の代表取締役社長、同年8月からは株式会社東京証券取引所グループの取締役兼代表執行役社長を兼任し、東京証券取引所と大阪証券取引所の統合を指揮した。野村証券株式会社代表取締役副社長、住友ライフ・インベストメント株式会社の代表取締役社長・会長等を歴任した後、2003年4月より2007年5月まで株式会社産業再生機構の代表取締役社長として日本の不良債権問題解決や企業の事業再生に貢献した。

慶應義塾大学商学部で学士号取得。