

資本生産性は倍増できる

『山を動かす』研究会
発起人・幹事

中神 康議



慶應義塾大学経済学部
教授

小林 慶一郎



■まえがき

日本の株式市場における資本生産性の低さは世界の中で際立っている。資本生産性を上げるためにはどうすればいいのか。本特集で

—〈目次〉—

まえがき

1. 極端に低い日本の資本生産性
2. 問題の所在
3. 理論的解釈—市場ワイドな合成の誤謬
4. 目指すべき姿
5. 市場参加者の持つべき哲学
6. 改革のフレームワーク

は、三つの連続した論文でこの問題を考察する。三つの論文の執筆者（中神、小林、上田、杉浦、堀江）は『山を動かす』研究会という私的な研究会で、我が国の資本生産性を向上させるための株式市場改革について議論している。三つの論文は我々の研究会での議論の中間報告である。一風変わった研究会のタイトルは、我が国企業の資本生産性分布の「山」（詳しくは本論文中で論じる）を低生産性から高生産性の位置に動かさなければ、国民の老後資金が適正なリターンを享受できず、したがって国富が細っていくという危機感を表したものである。

以下、第一論文では問題の構造把握と改革フレームワークの提示、第二論文では世界各

(図1) 日米欧の資本生産性の要因分解

分類		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本	製造業	6.8%	4.5%	0.95	2.3
	非製造業	5.7%	3.2%	0.95	2.8
	合計	6.6%	4.2%	0.95	2.4
分類		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
米国	製造業	23.3%	12.0%	0.89	2.3
	非製造業	15.4%	7.9%	1.08	3.1
	合計	20.8%	10.7%	0.95	2.6
分類		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
欧州	製造業	15.4%	9.1%	0.82	2.6
	非製造業	18.5%	16.7%	0.89	3.3
	合計	16.4%	11.7%	0.84	2.8

(注1) 2011年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

(注2) 対象：TOPIX500、S&P500、Bloomberg European500index対象企業のうち、必要なデータを取得できた企業(出所) Bloomberg、中神分析

国でのアプローチの研究、第三論文では我が国の市場に向けた政策提言を論じることとする。

1. 極端に低い日本の資本生産性

日本の資本市場の活性化が必要だと言われる。活性化によって達成すべきは、市場全体のリターンを上げることであるが、日本の株式市場の長期パフォーマンスは衝撃的である。

株式投資のリターンは長期的に企業の資本生産性(ROE)にほぼ等しくなることがよく知られている。この指標でみると、日本の公開企業の資本生産性は、世界標準に比べて著しく低い。直近10年平均の日本のROEは6%。これは新興国を含む世界の40-50カ国の平均値(13%)の半分以下であり、ROEが一桁しかない国は日本以外にほとんど存在

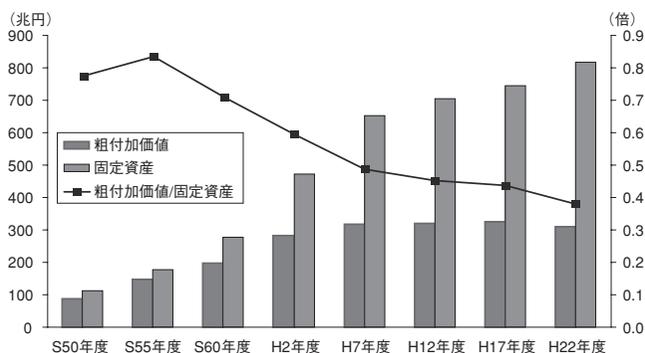
しない。日本は「資本生産性の世界最貧国」と言ってよい状態なのであり、すなわち「期待株式リターンの世界最貧国」なのである。

なぜ我が国企業の資本生産性はこれほどまでに低いのかをもう少し分析してみよう。

図1は日本および米国、欧州企業のROEを、デュボン分解にしたがって事業マージン・資産回転率・財務レバレッジに分けたものである。

一見してわかるように、日本企業の低資本生産性問題の核心は、債務削減によるレバレッジの低さにあるのではなく、事業マージン、すなわち事業の収益力そのものが弱いことにある。その背景にある要因の一つは、設備投資の過剰だと思われる。企業の固定資産は依然として増勢を続けているものの、設備投資から生まれる粗付加価値額は1980年から急低下している。

(図2) 企業の企業投資効率 (粗付加価値/固定資産) : 全規模全産業



(注) 粗付加価値 = 付加価値 + 減価償却費

「付加価値」 = 人件費 + 動産・不動産賃貸料 + 支払利息・割引料 + 租税公課 + 営業純益

人件費 = 役員報酬 + 従業員給与 + 手当 + 福利費

営業純益 = 営業利益 - 支払利息・割引料

(出所) 財務省「法人企業統計」、中神分析

過剰な投資が企業の付加価値創造につながらず、逆に減価償却となり収益の低迷につながっている可能性が見て取れる。これは日本型経営の成長至上主義がいまだに経営の根幹にあり、設備投資に規律を求める資本コストの考えも浸透していないことを示しているのではないか。企業の資本生産性を向上させないまま設備投資を増やす景気政策を行うと、これまで同様、過剰設備・過剰在庫の山を築く懸念がある。「資本生産性が低い企業の成長はかえって企業の価値を下げる」という金融理論の基礎が、改めて広く認識される必要があろう。

2. 問題の所在

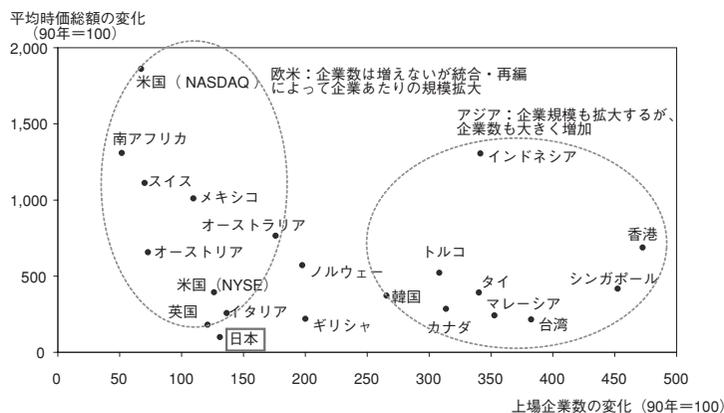
なぜこれほどまで長期に低資本生産性が温存されてきたのかを分析するために、株式投

資に直接的な責任を負っている資産運用業界の実態に目を転じたい。我が国の資産運用の特徴は、株式市場全体に連動するパッシブ運用や指数から大幅に乖離しない範囲でリターンを狙う相対リターン型アクティブ運用（総称してベンチマーク運用）が多いことではないだろうか。

企業の資本生産性が極度に低い我が国では、ベンチマーク運用の収益は、長期投資の目安とされるこの20年間、低迷を続けてきた。現代金融理論が有効性を主張するベンチマーク運用が顧客に価値を提供できなかったのは明らかであろう。

年金運用の世界では、ITバブルの崩壊、リーマンショック、と過去10年間に2度も大きな損失を経験し、制度そのものが深刻な危機を迎えている。多くの個人投資家も甚大な損失を抱えたはずだ。低収益が続いてもベン

(図3) 世界主要市場の上場企業数と平均時価総額（1社当たり）の変化



(出所) Bloomberg、中神分析

チマーク運用が支配的となっている理由は構造的だ。たとえば、成果と連動しない管理報酬体系が普及していることなど、運用業界の「動機づけ」システムは顧客利益と十分に整合的な構造となっていない（動機づけシステムの不整合性の問題は、投資先企業の経営者にも、アセットホルダーにも、普遍的に存在する我が国の構造問題である）。さらに、ベンチマーク運用以外の運用をする際に発生する追加的コストをだれが負担するのか、はっきりしないことも問題を大きくしている。

低成長経済下における資産運用業の社会的役割は、本来極めて大きい。資産運用のプロフェッショナルは、顧客に価値を提供するというミクロの役割にとどまらず、「資本市場への参加を通じ資源の再配分を行い、結果として成長企業・成長産業を育てていく」というマクロな社会的役割も担っている。独自の価値判断に根ざした投資が、競争力を失った

企業からの資金の引き揚げと優れた企業への資金投下につながる。これが経済発展の潤滑油となり、成長産業・成長企業の育成が行われる。一方で、企業の整理・統合・淘汰も起きる。

この資本市場のダイナミズムを見るために、世界各国の上場企業数の増減と、1社当たりの平均時価総額の変化を見てみよう。

アジアを中心とする新興国ではここ20年で新たな上場企業が数多く生まれ、また1社当たり時価総額も大きく伸びた。経済成長により、資本市場全体が活性化している。一方、欧米先進国では上場企業数自体は伸びていない、あるいは減っているが、1社当たり時価総額は大きく増大している。厳しい整理・統合・淘汰が起きた結果であろう。

上場企業数が3割増えた日本は、先進国の中では企業数が増えた部類に入るが、主要国で唯一、1社当たり時価総額はほとんど変わ

っていない。新たに上場した新興企業は大きく成長できず、一方で既存企業の整理・統合・淘汰も進まず、市場に居残り続けている姿が透けて見える。

日本では、ベンチマーク運用が太宗を占めるため、小さいが優れた企業へ資源配分を行う資金配分機能や、経営のクオリティが悪い企業に対する資本市場からのプレッシャーが弱いのだと思われる。この図の縦軸と横軸を掛け合わせたものが、この20年間の市場全体の時価総額推移となり、左下に行けば行くほどいわゆる「市場の活性化」が進んでいないと解釈できるが、日本の株式市場が世界の市場の中でも最も活性化されていない市場のひとつであることがよく理解できる。

ベンチマーク運用が多いことのもう一つの問題は、運用業界の競争メカニズムである。ベンチマーク運用は、その性質上運用手法における他社との差別化が困難であるため、日本の運用業界の競争は、運用手数料を他社よりも低くするという価格競争が支配的になっており、独自手法でリターンの優劣を競争するという価値競争になっていない。各社が似たような横並びのベンチマーク運用商品を提供しているため、顧客は同じ（そして、安心できる大手の）プレイヤーを選択せざるを得ない。そして「世界最低の株式投資リターン」を生むベンチマーク運用が続いていくのである。

大がかりな設備投資が要らず、人件費のレバレッジがかりやすい資産運用会社は、運

用資産が一定規模を超えると、高い収益を生み出しやすい経済構造を持つ。特に管理報酬中心の運用ではパフォーマンスに関係なく、運用資産規模が大きければ運用会社の収益は安定する。パフォーマンスが悪ければ解約されるリスクはあるものの、顧客はどこかに資産の運用を委託しなければならないため、業界全体として見れば預かり資産総額は増減しない。顧客が損をするか得をするかにかかわらず収益が安定するため、業界全体としては投資先の資本生産性を向上させるインセンティブが弱い。

さらに新規参入が少ないことが業界からイノベーションを起こすインセンティブを奪い去っている。大きな損失を顧客にもたらしながら、業界の地殻変動が起きなかった本質的背景は、この管理報酬連動のビジネスモデルと新規参入しにくい事業環境にあるのではないか。

■ 3. 理論的解釈

—市場ワイドな合成の誤謬

日本企業の資本生産性の低さを経済学的に解釈するならば、日本の資本市場が全体として一種の合成の誤謬に陥っている、ということではないだろうか。市場が合成の誤謬に陥っているのであれば、市場がそこから脱出して健全な機能を取り戻すためには、個々のプレイヤーの努力だけでは足りず、公的なリソースを使った政策介入が必要となるかもしれ

ない。

日本の資本市場における合成の誤謬は、投資家同士の「フリーライダー（ただ乗り）問題」に起因すると考えられる。アセットホルダー（年金ファンド等）と運用会社、それぞれが投資先の公開企業への監視を行う立場にあるが、そこにはフリーライダー問題が内在している。投資家すべてが他の投資家にフリーライド（ただ乗り）しようと考え、自分自身の監視コストを最小化するため、公開会社に対する監視レベルが下がる。この結果、企業の経営規律が低迷し、非効率な事業が続いて、株式市場の全般的なリターン β が下がる。

このようなフリーライダー問題の素地は、日本の資本市場だけではなく、欧米の市場にも存在している。では、なぜこの問題が日本で激しいのに対し、欧米では比較的軽微なのだろうか。

投資家同士の戦略的な関係をゲーム理論の次のような例で考えると、資本市場において「良い均衡」と「悪い均衡」のいずれかが実現する可能性が出てくる。多くの国は「良い均衡」に行きつくが、市場構造に問題があると「悪い均衡」に陥ってしまう。日本の資本市場は「悪い均衡」に陥っているのではないか。このことを簡単に考察してみたい。

多数の投資家が投資先の企業の経営をモニタリングしているとする。各々の投資家の戦略は、「積極的に投資先企業の経営にエンゲージメントをする（戦略E）」か、または「エンゲージメントの努力を怠る（戦略N）」を

選ぶことである。投資家の利得は他の投資家の戦略に応じて、次の表ようになる。

投資家の利得表

	他の投資家がEのとき	他の投資家がNのとき
戦略Eの利得	$\Pi - c$	$\pi - c$
戦略Nの利得	$(1 - \delta) \Pi$	$(1 - \delta) \pi$

ただし、 $\pi \delta < c < \Pi \delta$ であると仮定する。

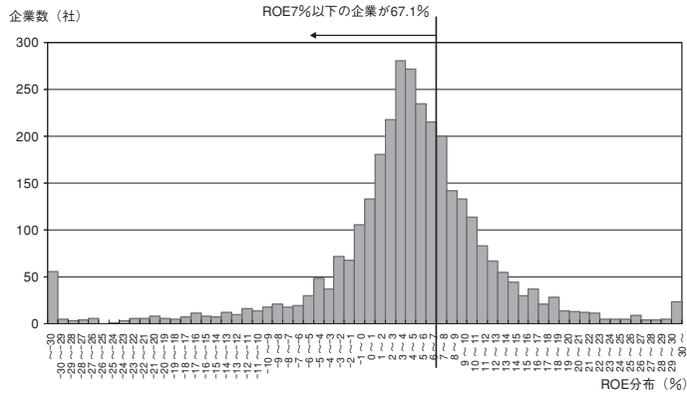
他の投資家が戦略Eを選ぶとき、自身が戦略Eを選ぶと、投資先企業の経営規律が高まるので、投資収益 Π は大きくなる。一方、エンゲージメントのコスト c がかかるので、利得は $\Pi - c$ になる。

一方、他の投資家が戦略Eのときに、自身が戦略Nを選ぶと、他の投資家にフリーライドできるので、高い投資収益 Π を得られるが、エンゲージメントしないことで収益機会を逃すリスクもある。エンゲージメントしていないと、投資先企業の価値について間違った評価をして、その結果、損失を被る確率が高くなる。その確率を δ と表現すると、利得は $(1 - \delta) \Pi$ になる。

他の投資家が戦略Nのとき、自身が戦略Eを選ぶと、投資家一人の努力だけでは投資先企業の経営規律が十分には高まらないので、投資収益 π は小さくなる。そのため、利得は $\pi - c$ となる。

他の投資家がNを選ぶときに、自身もNを選ぶと、だれも企業をモニタリングしないので、投資収益 π は小さいままになる。さらに、

(図4) 日本企業のROE分布 (過去10年平均)



(注) 2013年3月期までの各社直近10決算期。経営統合等により証券コードが変更した企業を除く3,230社 (出所) SPEEDA、中神分析

自身がエンゲージメントしないことで、追加的に収益機会を逃す確率 δ があるので、利得は $(1 - \delta) \pi$ となる。

このような利得構造のゲームで、 $\pi \delta < c < \Pi \delta$ ならば、二つの均衡が発生する。もしも他の投資家たちが戦略Eを選ぶならば、自分も戦略Eを選ぶことが自分の利得を最大化する。したがってすべての投資家がEを選び、投資収益 Π も大きい「良い均衡」が存在する。しかし、もしも他の投資家たちが戦略Nを選ぶならば、自分の利得を最大化する戦略はNである。したがってすべての投資家がNを選び、投資収益 π が低い「悪い均衡」も存在する。

日本の資本市場は、「良い均衡」「悪い均衡」の理論モデルで考えると、長期的に悪い均衡に陥っていると考えられる。一度陥った悪い均衡から抜け出すことは容易ではない。個別具体的な取り組みもさることながら、課題を

大きく広げて設定し (4 節)、また改革のフレームワークそのものを構想する (5、6 節) が必要である。

4. 目指すべき姿

目指さなければならないことは、「悪い均衡」を抜け出して「良い均衡」を実現し、株式市場のダイナミズムを取り戻すことである。具体的な数字で、変革をイメージしてみよう。図4のグラフは我が国上場企業の資本生産性の長期分布である。本論文の冒頭で長期の資本生産性の平均値は6%と書いたが、最頻値は3 - 4%である。ベンチマーク運用がリターンを生まなかった本質的背景はここにある。この最頻値3 - 4%の山が、筆者たちが動かしたい「低資本生産性の山」である。

世界中で日本株式が競争力のある資産クラスとして認められ世界中から長期性資金を招

き入れるためには、最頻値であるROE 3-4%の企業群を少なくとも世界標準の12-13%のところまで動かさねばならず、大量の企業群で構成されている「低資本生産性の山」そのものを10ポイントも右方に動かす必要がある。

残念ながら、上場企業3,600社のすべてが高資本生産性への移行に成功するとは思えない。よく指摘されるように、我が国には企業数過多となっている業界が多く、再編・淘汰により企業数が減少することが不可欠な業界もあるだろう。低生産性企業のうち半分が生き残るとすると我が国の上場企業数はおおむね2,500社ほどになるかもしれない。

まさに「創造的破壊」が求められている。個々の運用会社やファンドマネージャーが取り組むにはあまりにも壮大な課題であり、また、10社20社の企業を良くしても日本企業の経営構造は変わらない。日本の市場全体の『山を動かす』ことが必要なのである。

■ 5. 市場参加者の持つべき哲学

資本生産性を倍増する改革については本稿に引き続き、第二論文と第三論文でも具体的に論じるが、ここでは市場参加者が持つべき哲学と全体のフレームワークを考えたい。その指針は、45年前の松下幸之助翁の次の言葉にある。

「株主は、みずから会社の主人公であるということを正しく自覚、認識していなければならない。そして経営者に対して言うべきは

言い、要望すべきは要望するという、主人公としての態度を毅然として保つことが大事ではないかと思う。たとえ少数株しかもっていない株主であっても、会社の主人公たる株主としての権威、見識を持って会社の番頭である経営者を叱咤激励する、ということも大いに望ましいのである。そのようにすれば、経営者としても経営によりいっそう真剣に取り組み、業績をあげ、利益をあげて、それを株主に十分還元しようという気持ちが強くなってくるのではないだろうか」

(昭和42年11月 月刊「PHP」)

松下翁が、株主を単なる株式の売買者ではなく、また企業の主人でもなく、『主人公』と呼んでいることに注意を強く喚起したい。株式投資家は企業価値向上の『主人公』、つまり『メインアクター』『キープレイヤー』であるべきであり、単なる「物言う株主」というよりも、企業価値向上に自ら汗をかく「はたらく株主」であるべきなのである。

企業と株主の双方からなる資本市場参加者が持つべき哲学とはどのようにまとめられるだろうか。

まず、公開企業経営者の基本的責任を整理したい。広く公開市場で資金を集めている以上、現在の株主の共通の利益として、企業価値を長期的に最大化することが求められることは言うまでもない。また、市場という公共財を使って資金調達をしている以上、市場に

おける自社の株式の流動性（Transferability またはLiquidity）を保つことが経営者の責任と言える。株式の流動性を保つために必要な経営者の行動とは、市場参加者から信頼を得られるような透明性の高い経営を心掛けることだろう。

次に、公開企業に投資をしているアセットホルダーや運用会社の基本的責任とは何か？

上場株への投資に従事している者は、①他人の資金を預かって運用しているという意味での受託者責任がある上に、②市場という公共財を使って投資収益を得ている以上、その公共財の維持と発展に貢献する責任を負っている。

① 受託者責任という意味では、アセットホルダーや運用会社は、投資チェーンの先の最終的な資金提供者（個人の保険契約者や現在将来の年金受給者など）の立場も見据えて、投資先の企業価値を監視し、また積極的に高める責任がある。そこには長期的な企業の成長が必然的に条件として入ってくる。

② 公共財としての市場に対する責任という意味では、投資先企業の現在の他の株主や「潜在的な株主」（いまは投資していなくても、将来投資するかもしれない市場参加者）に対して、投資先の企業価値を高める責任を有する。これは、株主の「共益権」を広げた概念である。株主は自益権だけを考えた行動をするべきではなく、株主共通の利益を守り、また高めるという「共益権」

にもとづいた行動をしなければならない。さらに、「共益権」をもっと広く解釈して、潜在的な株主になりえる市場参加者（将来世代を含む）の共通の利益に配慮した行動を行うべきであると言える。

公開企業の経営者の責任と株主（アセットホルダーと運用会社）の責任が、それぞれ十全に果たされるような市場環境を作り、そのことで資本生産性の「山を動かす」のである。

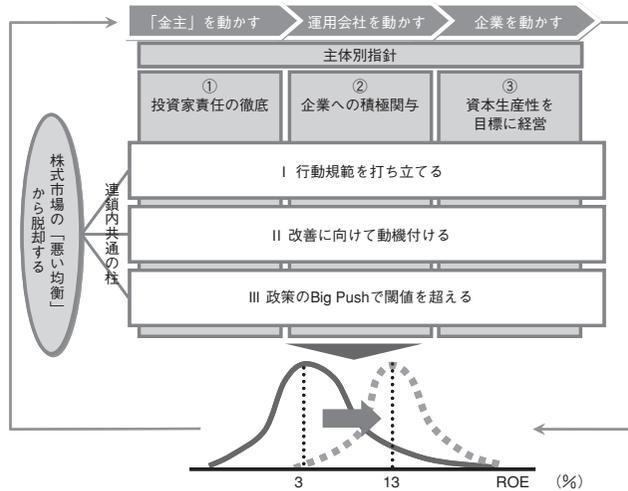
■ 6. 改革のフレームワーク

資本市場改革のフレームワークを簡単に図示しておきたい。

目標は、資本生産性の分布における最頻値がROE 3%から13%程度になるように、「山を動かす」ことである。

まず、企業の資本生産性に直接的・間接的にかかわっている「アセットホルダー（金主）」「運用会社」「企業」の全体を「責任連鎖」としてとらえ、それぞれの主体が同じベクトルで動くようにしなければならない。つまり、①企業自身が資本生産性を厳しく意識した経営に移行する、②株式に投資している運用会社は企業経営の資本生産性を厳しく問うとともに、その向上にコミットする、③運用会社に株式投資を委託しているアセットホルダーは運用会社が資本生産性向上にコミットしているかを監視し評価する、という連鎖を創りあげる必要がある。

(図5) 改革フレームワーク



改革の中身としては、「行動規範」「動機づけ」「政策」の三つの柱を、企業、運用会社、アセットホルダーの三者共通の柱として位置付ける。第一の「行動規範」の柱としては、企業は資本生産性の追求を行い、運用会社はエンゲージメントの常態化を目指す。企業向けのコーポレート・ガバナンスコード、運用会社とアセットホルダー向けのスチュワードシップ・コードも必要である。第二の「動機づけ」の柱としては、企業には資本生産性向上に向けたインセンティブづけおよび規律づけ（ペナルティづけ）が必要である。運用会社とアセットホルダーにもエンゲージメント活動へのインセンティブとペナルティづけが欠かせない。アセットホルダー、運用会社に成功報酬体系を浸透させ、責任連鎖の中で利害の一致が実現するようにする。第三の「政策」の柱としては、政府からのBig Pushに

よって、一定の閾値を超える数のアセットホルダー、運用会社、企業の行動パターンを変えることを目指す。政策支援と規制改革による市場の環境整備を行い、企業価値にはたらきかけるプレイヤーの参入を促すプラットフォームを整備する。上場規則を資本生産性の向上とリンクさせることや、会計基準や税制を長期投資と整合的なものに改めることも有用だろう。

こうした多面的な資本市場改革が資本生産性の山を動かし、日本経済を長期的に成長させる資本市場のダイナミズムを取り戻す原動力となるはずである。

