

独立行政法人 経済産業研究所 (RIETI)



第11回RIETIハイライトセミナー

新春セミナー：新たな経済、産業の方向を問う

プレゼンテーション資料

2015年1月30日

小林慶一郎

RIETIファカルティフェロー
慶應義塾大学経済学部教授

<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>

**新しい日本型経済システムとは何か
バンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへ**

慶應義塾大学

小林慶一郎

成長戦略： 目標は経済成長

- ▶ 生産性 (Total Factor Productivity)



- ▶ 経済成長 (≠ 企業の成長)



- ▶ 生活水準の向上 (国民全体の)

日本の生産性は低迷

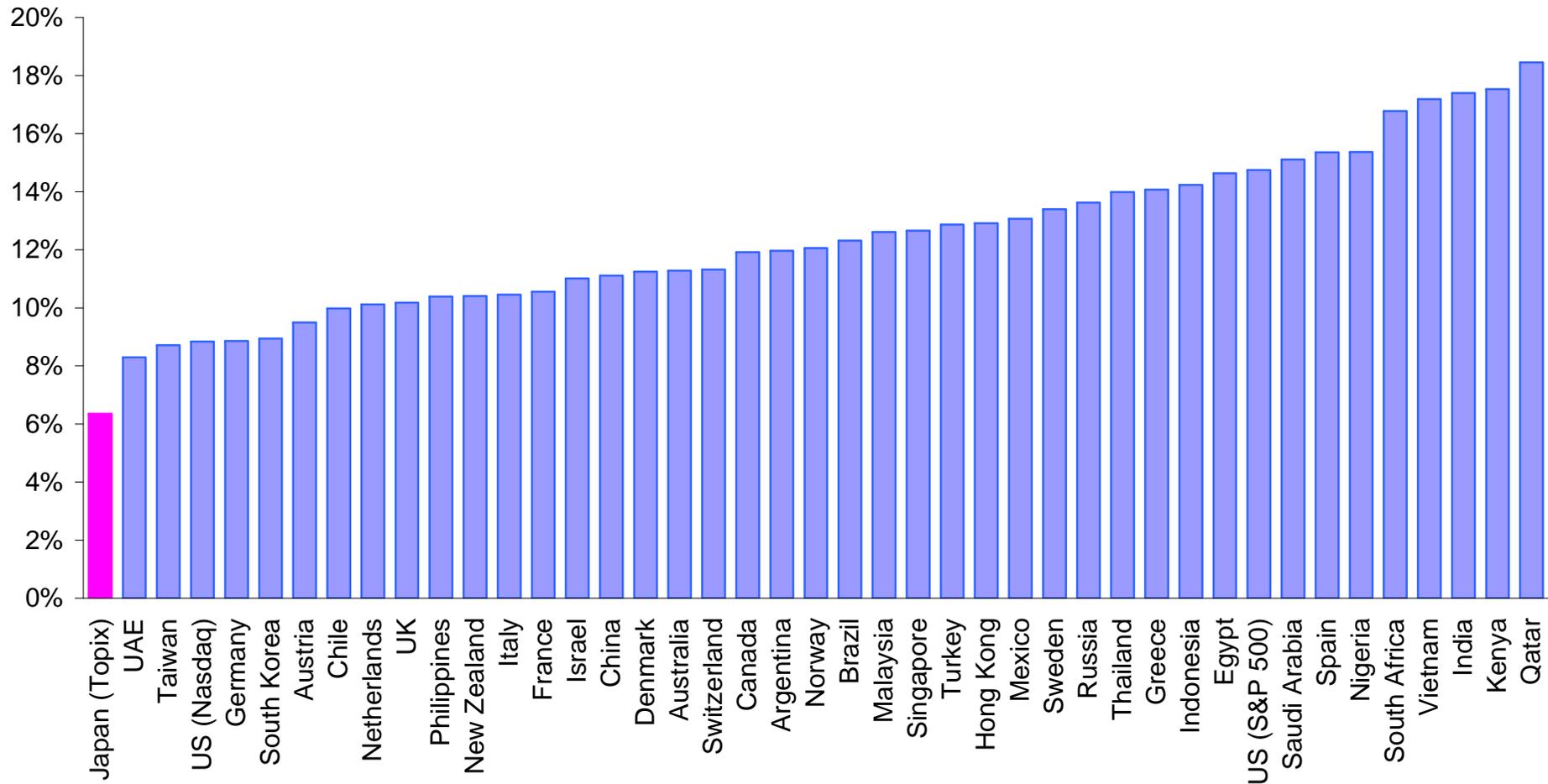
	70-80	80-90	90- 2000	00-11	05-10	10-11
GDP成長率	4.6%	4.9%	0.7%	0.4%	-0.7%	0.1%
労働投入増加の寄与	1.1%	1.0%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
マンパワー増加	0.2%	0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
労働の質向上	1.0%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
資本投入増加の寄与	1.4%	1.9%	1.0%	0.3%	0.2%	-0.1%
資本の量の増加	1.6%	1.5%	0.9%	0.1%	0.0%	-0.2%
資本の質向上	-0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
TFPの寄与	2.0%	2.0%	0.0%	0.5%	-0.5%	0.6%

(出所) 経済産業研究所JIP 2014データベース

生産性の上昇をもたらすもの

- ▶ イノベーション（←経営資源の最適配置）
- ▶ ガバナンス ⇒ 経営資源の最適配置
 - ▶ 外部からの規律付け
 - ▶ 内部の統制
- ▶ ガバナンスの目的と手段
 - ▶ 目的： 資源配置の効率化
 - ▶ 「株主／経営陣／社員／顧客の利益」は手段？
- ▶ ガバナンス指標（生産性指標）としての
Return on Equity (ROE、資本収益率)

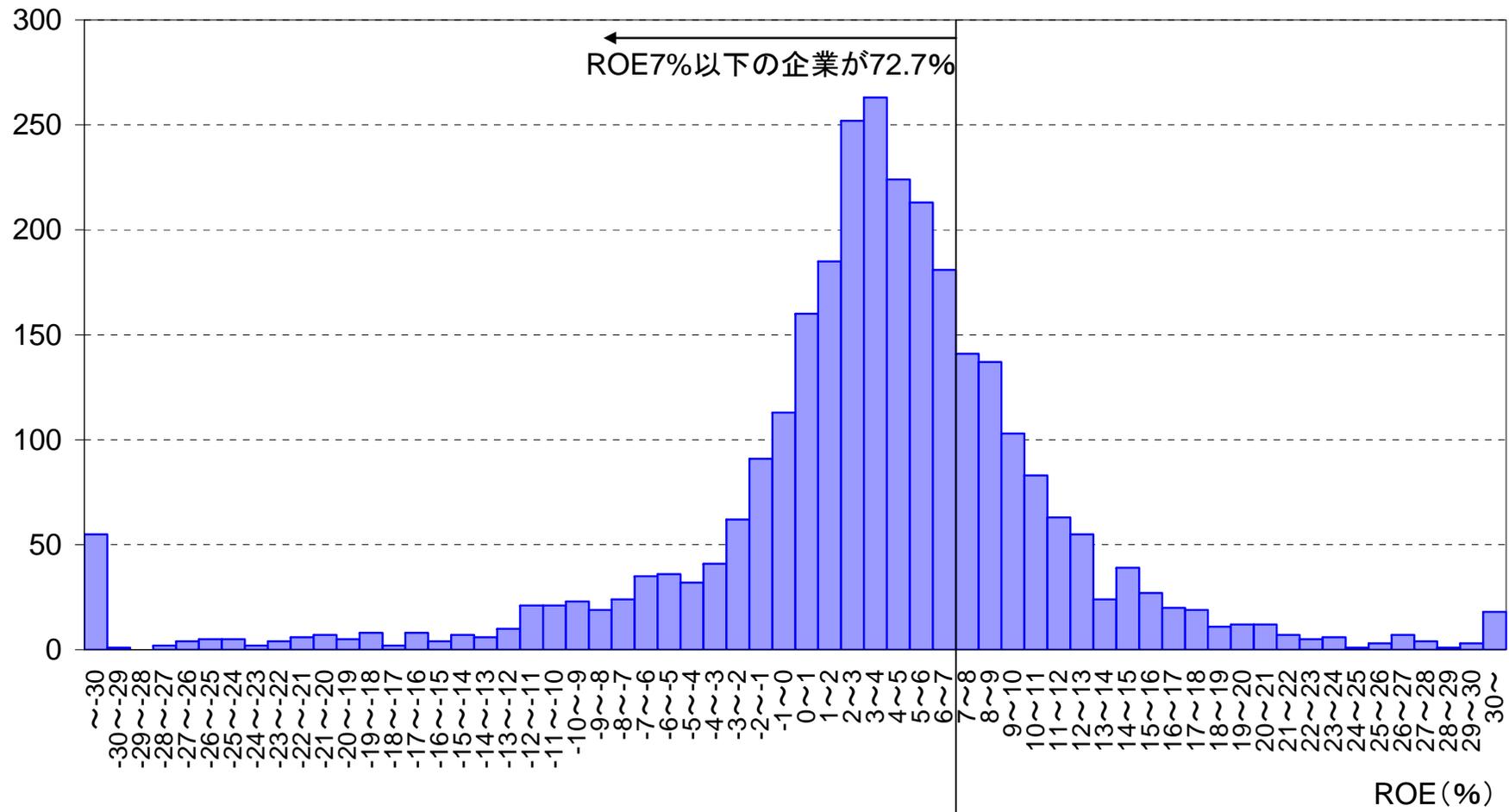
資本生産性(ROE)の世界各国比較 (過去10年平均)



出所: Bloomberg等、みさき投資 中神康議氏作成

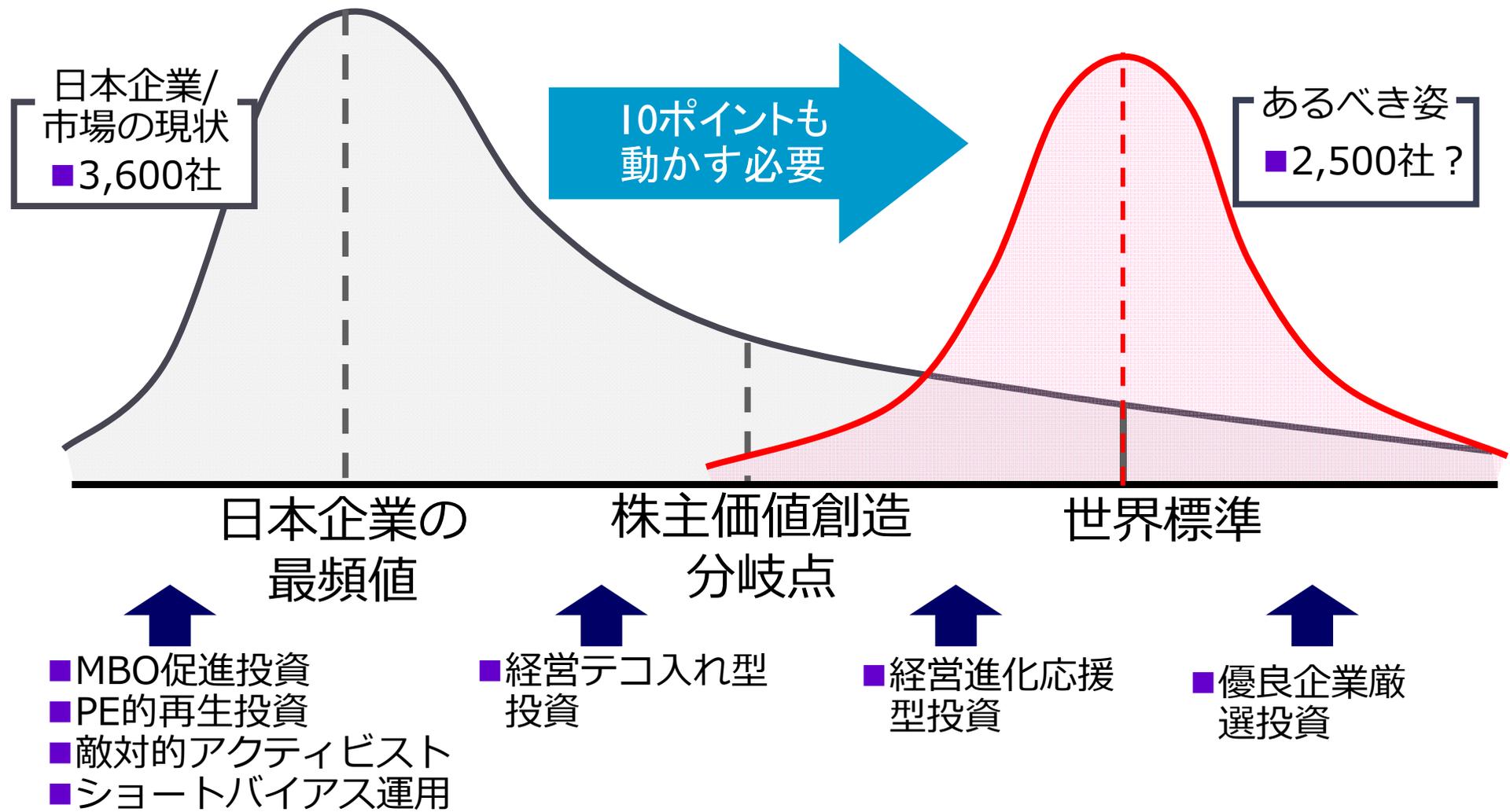
日本のROEの分布

企業数(社)



▶ 出所: Bloomberg等、みさき投資 中神康議氏作成

山を動かすイメージ



ROEのデュポン分解

		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本	製造業	6.8%	3.5%	0.91	1.91
	非製造業	6.7%	3.2%	0.86	2.28
	合計	6.8%	3.3%	0.92	2.02
米国	製造業	18.1%	8.4%	0.77	2.24
	非製造業	14.5%	8.0%	0.61	2.33
	合計	16.0%	8.3%	0.87	2.29
欧州	製造業	15.3%	6.8%	0.79	2.44
	非製造業	15.6%	7.8%	0.66	2.74
	合計	15.4%	7.2%	0.86	2.58

資本構成の問題ではなく、生産性が低い

注1) 2012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 European 500 Index対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業

出所: Bloomberg、みさき投資 中神康議氏分析

バンクガバナンスとエクイティガバナンス

- ▶ バンクガバナンス
 - ← 資金不足＋高金利時代
- ▶ エクイティガバナンス
 - ← 資金余剰＋低金利時代
- ▶ 「利幅が薄すぎて企業調査にコストをかけていられない」(大手銀行)
 - ▶ 銀行から企業の価値を高める提案ができない

資産運用業界の問題

▶ 業界構造

- ▶ 銀行・生損保 > 証券 > 資産運用業
- ▶ 独立系の資産運用会社が脆弱

▶ インデックスとの相対評価 (Topix ± 数%)

- ▶ 短期化が進行中: 回転数 80~100 ⇒ 130~150
- ▶ エンゲージメント × (一方で四半期評価)

▶ 投資行動の短期化

- ▶ (回転数 ↑ ⇒ 証券会社手数料 ↑)

▶ 投資哲学の希薄化 (早耳競争)

資産運用業の問題－悪い均衡

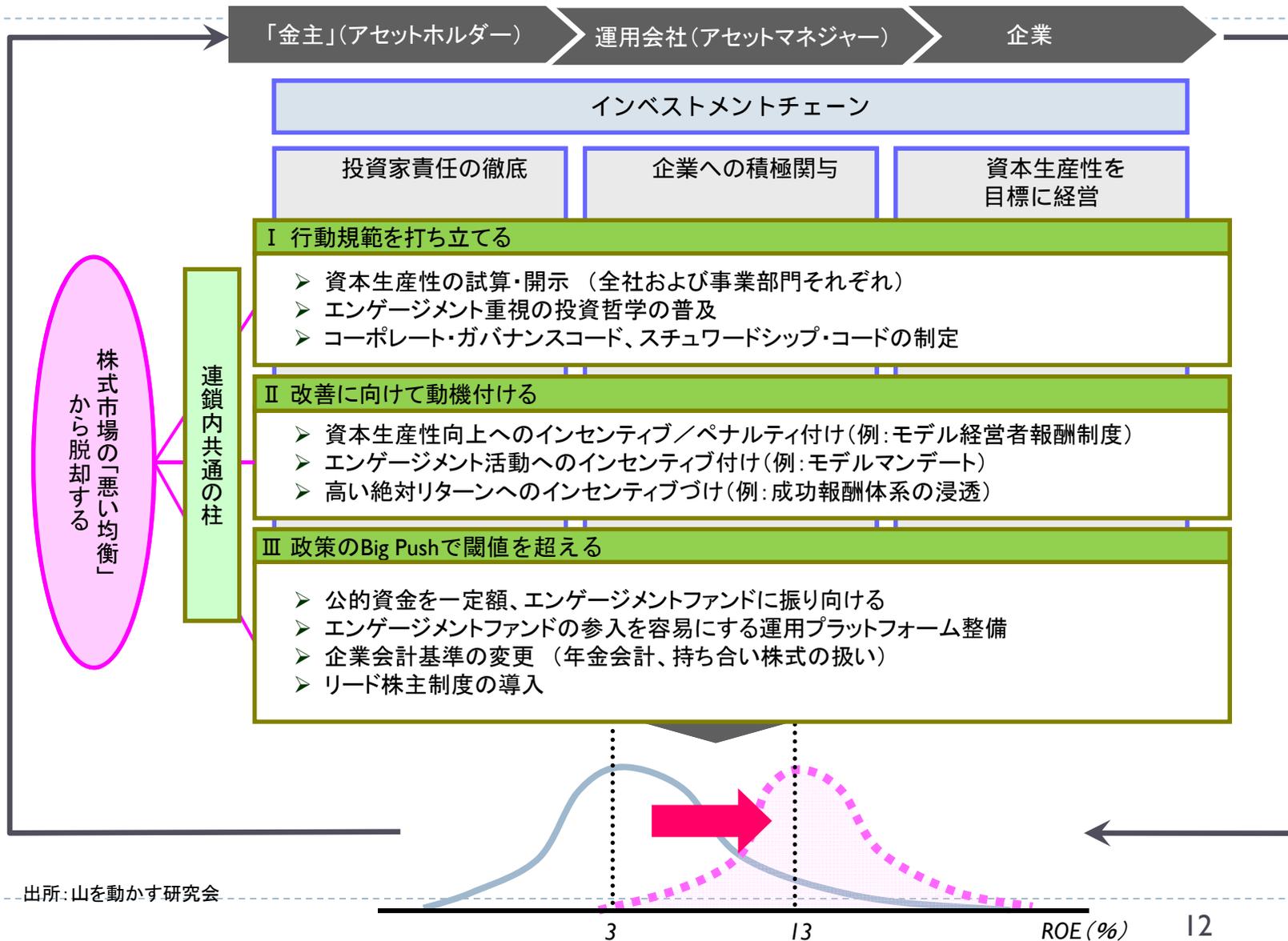
▶ 投資家の利得表

- ▶ 他社すべての戦略を所与としたときの、自社の利得
- ▶ エンゲージメント(戦略E)か、パッシブ(戦略P)か

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

ただし、 $\pi \delta < c < \Pi \delta$ と仮定

インベストメントチェーン全体の改革が必要



出所: 山を動かす研究会

資産運用業界の改善策

- ▶ 短期志向から長期志向へ
(金融グループ内での意識改革?)
- ▶ 独立系運用会社の新規参入の促進
 - AIJ事件
 - バックオフィス機能のアウトソーシング
 - ✓ 証券会社、銀行等 (中立性?)
 - ✓ 共同銀行方式または公的機関

運用会社の新規参入の促進

- ▶ Emerging Manager Program
 - ▶ イリノイ州公務員年金基金
 - ▶ カルパース
 - ▶ (長期資金のコミットメントも有用)

EMPの例

	アセットオーナー	開始	EM定義	実施規模	特徴
公的年金	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	1991年	AUM20億ドル以下 トラックレコード 要件なし (グローバル株式の場合)	直接：106億ドル (外部委託の13%) MoM*：27億ドル	<ul style="list-style-type: none"> 1991年、全米で最も早くEMPを開始。現在2018年までの5年計画を進め、更なる強化を図っている CalSTRSと共同でEMのデータベースを構築中
	ニューヨーク市職員退職年金制度 (NYCERC)	1991年	AUM20億ドル以下 設立後3年未満	139億ドル	<ul style="list-style-type: none"> CalPERSと並び、早期にEMPを開始。EM向けのカンファレンスを開催するなど、EMの呼び込みに積極的 株式のみならず、債券・不動産・PE等全ての資産クラスで実施
	イリノイ州投資委員会 (ISBI)	2009年	AUM100億ドル以下	EM：13億ドル マイノリティ：27億ドル	<ul style="list-style-type: none"> 資産運用業界の多様化を図り、運用会社の起業を促進するため、州法によりEM/マイノリティ採用目標値を設定
	ノースカロライナ州職員退職年金制度 (NCRS)	2013年	AUM20億ドル以下	上限5億ドル	<ul style="list-style-type: none"> 州法ではなく州財務当局独自の判断で設立された制度
財団	W.K.ケロッグ財団	2010年	AUM20億ドル以下	上限1億ドル	<ul style="list-style-type: none"> 食品会社ケロッグの創業者が1930年に設立した基金。投資利益と社会的利益を共に追求することを目的にしている
	イリノイ州立大学基金	2014年	原則マイノリティ経営	上限3,600万ドル	<ul style="list-style-type: none"> 小額のためMoM形式を採用する
会社保険	オールステート保険	2013年	AUM5億ドル以下 マイノリティ経営参加	上限1億ドル	<ul style="list-style-type: none"> 保険業界では先進的な取り組み

運用会社と企業のコミュニケーション

- ▶ 社外取締役(独立取締役)
 - 3名以上 ⇒ リード取締役
- ▶ 社外取締役の研修制度(社内研修で十分か?)
- ▶ リード株主制度の構想
 - ▶ Delegated Monitoringの1つの形態
 - ▶ メインバンクの役割をエクイティ投資で再現
 - ▶ 新しい「日本型資本主義システム」のかたち

リード株主制度の構想①

対応に
コスト

現状

要求・監視

株主

監視コストの重複

監督・提案

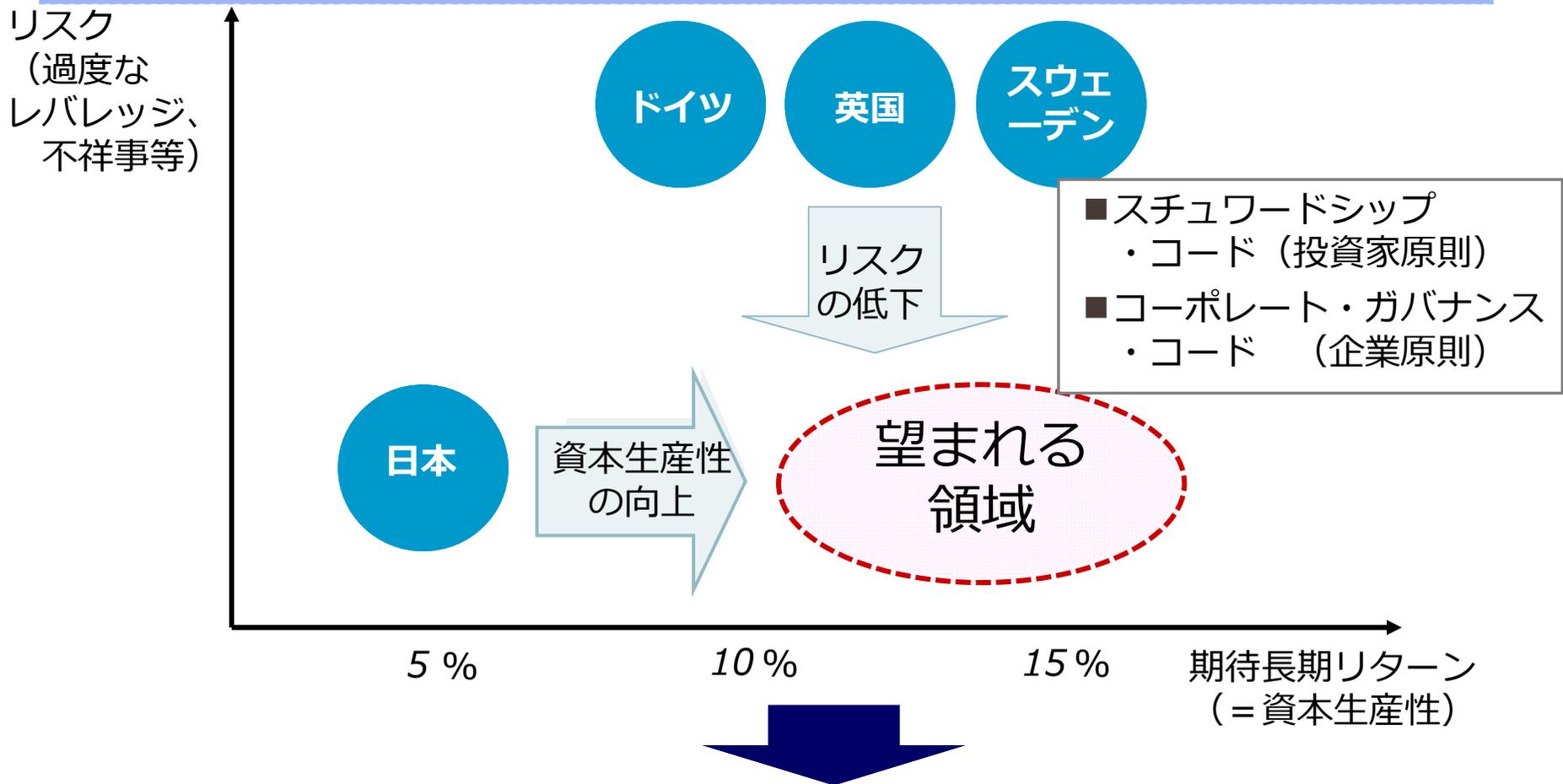
リード株主

株主の代理

リード株主制度の構想②

- ▶ リード株主制度
 - ▶ Proxy Pool Funds (例: Hermes)
 - ▶ 会社法の改正
 - ▶ 投資家フォーラム ⇒ リード株主に委任
 - ▶ 少数株主保護(キャッシュアウト)
 - ▶ 議決権信託の弊害(反トラスト法)

ガバナンスコード



我が国では、（元から高いわけではない）リスク低下を狙うより、むしろ資本生産性の向上を促すべきではないか？

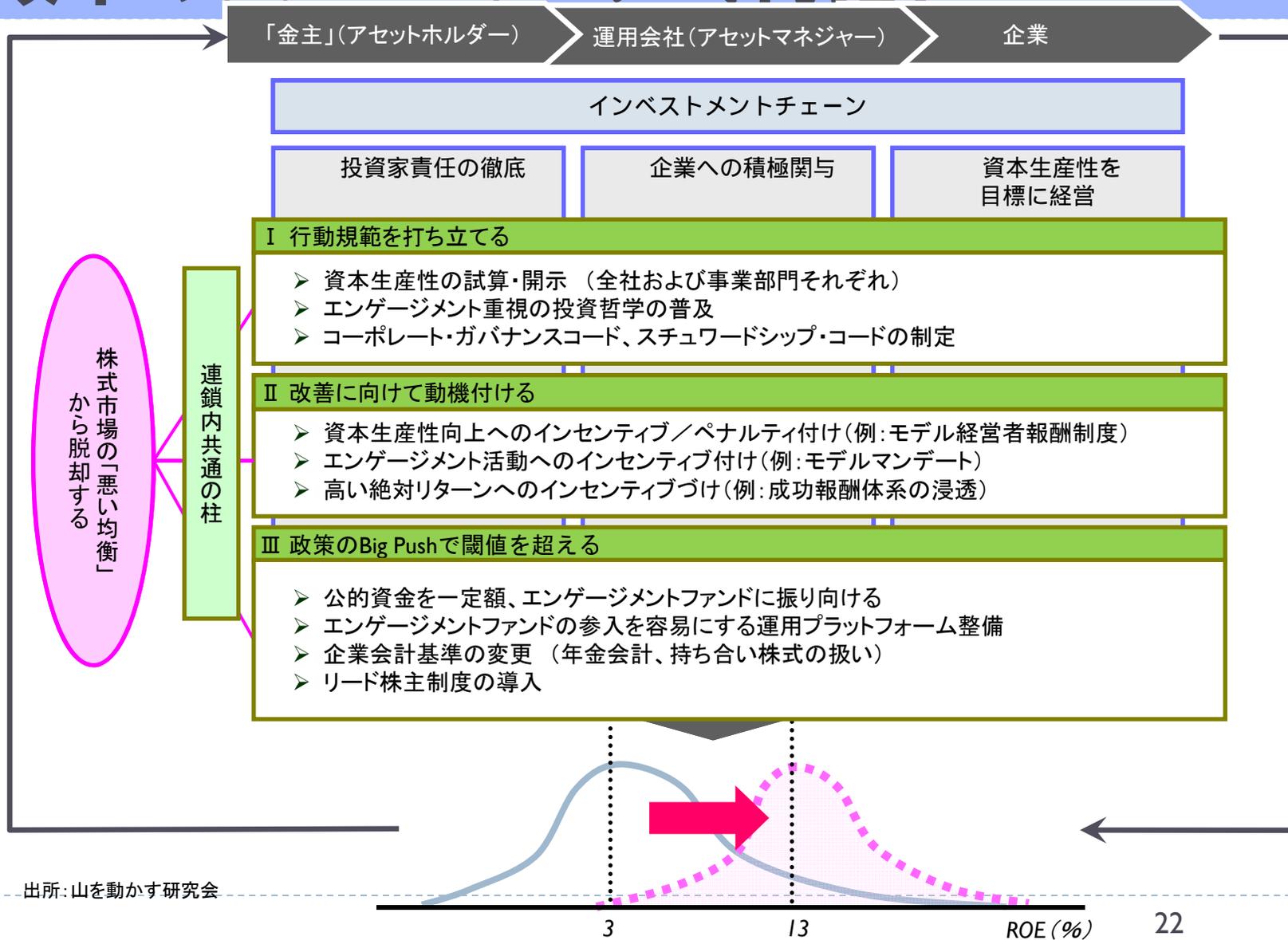
企業＝投資家の問題① 持ち合い株式

- ▶ 規律付けの無効化
- ▶ 形式的には10%、実質的には30～50%
- ▶ 持ち合い株の価格低下はPLに反映しない

企業＝投資家の問題② 企業年金運用

- ▶ 企業年金の運用：なぜ長期運用しないのか？
 - 人事制度
(運用エキスパートが年金運用をしていない)
 - 企業会計基準の問題
(年金運用は本体のPLに反映しない)
- ▶ 社歴が長い企業の年金基金は膨大
⇒ 年金運用は経営に直結
(でも、経営トップは認識できない……)

改革のフレームワーク（再掲）



出所：山を動かす研究会

参考文献

