

産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会

第一回会合：基本認識のご共有と PBR 問題が示唆する「構造的」課題

中神康議

本委員会の議論を進めていくにあたり、前提とすべき基本認識を共有したい。

基本認識①：「成長と膨張は違う」

日本経済の長期的かつ持続的な発展のためには企業の成長が不可欠であり、その成長のためには設備、研究開発、M&A、人的資本などへの積極的な投資が求められる。

しかしながら、いわゆる「超過利潤」（＝生産性－コスト）を生まない投資・成長は、真の成長とは呼ばず、単なる「膨張」である。「成長を促進すれば良い」「投資を活性化すれば良い」といった思考に陥らないよう議論を進めていきたい。

基本認識②：「長期・持続的な発展の本丸は、人的資本と金融資本の拡大再生産」

社会を構成する「6つの資本」のうち、知的資本や社会資本、自然資本、物的資本の拡大再生産状況は、国際的に見ても遜色ない。一方、人的資本と金融資本の拡大再生産は極めて低調である。

特に、実質賃金の伸び悩みや働く人々のモチベーションの低下は深刻であり、人的資本の生産性向上が不可欠である。

また、直近の個人金融資産は約 2200 兆円、GDP は約 600 兆円であり、個人金融資産の運用効率が 1% 向上するだけで GDP の 3.6% 相当の価値が生まれる。この金融資本の活用は日本社会の持続的発展を考える上で極めて重要である。

個人金融資産が海外有価証券投資に回ることによって運用効率を上げる道もちろん存在するが、「日本人のお金が、日本の運用会社によって日本企業に投資され、日本企業が成長することでリターンが生まれ、日本人の豊かさとなる」という循環が出来上がること、その太い循環を見て海外のお金も日本に投資してくるという姿が、「資産運用立国」が狙うべき姿ではないかと考える。

<PBR 問題が示唆する「構造的」課題>

事務局資料（P22、P40）において取り上げられた PBR 問題について考察する。

東京証券取引所が発表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は大きな反響を呼んだ。要請が発表された時点で東証株価指数（TOPIX）構成企業のうち PBR 一倍割れ企業の割合は 52%にのぼっていた。これが一年後には 45%に低下した。

大きな改善が進んだように思われるが、過去 10 年の平均値は 46%。（株式相場全体の上昇にも助けられ）長期ボックス圏の平均値に戻ったに過ぎない。この長期的課題を分析していくと、三つの問題カテゴリーが浮かび上がる。

第一の課題：「市場構造の問題」…「中小型マーケット」の問題

PBR 一倍割れ企業の構成比を見ると、おおむね 8 割前後は時価総額 1000 億円以下の中小型企業で占められている。

この問題には二つの側面がある。一つは上場企業数の過剰だ。世界の主要株式市場では上場企業数が減少傾向にある一方、日本では多くの企業が上場を維持している。上場基準や上場廃止基準の厳格化を一段押し進めると同時に、機関投資家の投資ユニバースに入るための企業同士の合併・再編の促進、プライベートエクイティを活用した非上場化などさらなる取り組みが求められる。

もう一つは、アセットオーナーおよび資産運用業界の変革の必要性だ。日本の運用業界は事務局資料 P35 にあるように規模が小さいだけでなく、プレイヤー数が少なく、さらにはパッシブ投資の比率が高いという特徴がある。そのため「価格発見機能」の発揮が十分に行われず、有望な中小型企業でも割安なまま放置される市場構造となっている。

約 13 年前に立ち上げた私的研究会で紹介し資産運用立国政策にも取り上げられた日本版 EMP（Emerging Manager's Program）の推進や資産運用プレイヤーの育成が急務だと考える。特に増やすべきは中小型企業へのアクティブ投資家、より望ましいのは成長や経営進化を促すエンゲージメント投資家ではないか。

第二の課題：「業界構造・産業構造の問題」…「資産回転率」の問題

残り 1-2 割の時価総額 1000 億円以上の企業については、太宗が資産回転率に問題を抱えている。この

カテゴリーの PBR1 倍割れの企業を時価総額が大きい順に眺めると、上位 50 社のうち 9 割以上の企業の資産回転率が 1 を切っている。

この資産回転率問題は、業種別 PBR 一倍割れ企業比率からも見て取れる。東証 33 業種のうち、PBR 一倍割れ企業比率が 8 割を超える業種は 14 にも及ぶ。

これら産業を事業経済性で分析すると、多くは元来「規模型事業」だ。設備増強が収益性に直結するため増設競争が繰り返されてき、成熟期に移行するにつれ需要が縮小。新興国が設備拡張する中、業界全体で稼働率が低下し「手詰り型事業」となっているようだ。

これらの資産過剰・設備過剰の業界では価格競争も激しく、「価格適正化によって利益率を高めよ」という議論は空論になる可能性が高い。資産を圧縮しようとしても、他社にシェアを取られたり他社の稼働率が改善したりするという「囚人のジレンマ」に陥っている可能性も高い。ましてや小手先の資本政策では本質的な解決にならない。

このような産業では事業モデル自体を知的資本や人的資本等、無形資産を基軸とした価値創造型へ転換させることに一定の解が存在する。一方、個社の努力のみでは限定的で、業界ぐるみのキャパシティ縮小や合併・統合・再編に踏み込む必要があると考える。

そもそも東証 33 業種分類のうち 14 もの業種がこの低 PBR 構造に陥っているということは、我が国の産業構造そのものが旧弊化しているということであり、新産業創出による産業構造の転換が求められているようだ。

第三の課題：「個社経営で解決できる問題」…「財務レバレッジ」の問題

日本企業の一部ではいまだバランスシート経営の意識が希薄であり、自己資本を過剰に厚くする傾向が見られる。これが ROE の低下を招き、結果として PBR の低迷につながる。この課題は適切な資本政策の導入、例えば自社株買いや配当の最適化などにより、比較的容易に解決できる。近年は国内外のアクティビストによるバランスシート改革や株主還元の働きかけが活発化し、企業も対応を迫られた。しかしながら第一の課題・第二の課題に比べ、財務レバレッジの適正化のみで解決できるのは大きな比率ではないと考える。

PBR 一倍割れ企業は米国 S&P500 では 2%、欧州 STOXX600 では 17% にすぎない一方、いまだ日本では 45% もの企業がこの状態にある。しかしこの問題の解決には、個別企業や証券取引所の努力のみならず、業界団体、関係省庁、資産運用業界を巻き込んだ包括的な改革が不可欠なようだ。

一方、1982 年当時のアメリカ市場では、PBR 一倍割れ企業は約 60%存在したというデータもある。かの国では資本市場改革や企業統治改革を進め経営革新が進み、新たな企業が多く生まれ、産業構造自体も大きく転換された。本委員会においても、大胆かつ創作的・建設的な議論を深めていければと思う。

以上

東証 33 業種別: PBR1 倍超・1 倍割れ企業の数(2024 年 3 月時点) ★: PBR1 倍割れが多い 14 業種

東証33業種	PBR<1.0	PBR>=1.0	総計		PBR<1.0	PBR>=1.0
-		1	1		0%	100%
0050: 水産・農林業	5	7	12	-1	42%	58%
★ 1050: 鉱業	5	1	6	0	83%	17%
2050: 建設業	82	69	151	-22	54%	46%
3050: 食料品	53	71	124	-3	43%	57%
★ 3100: 繊維製品	38	11	49	-4	78%	22%
★ 3150: パルプ・紙	20	4	24	-2	83%	17%
★ 3200: 化学	124	83	207	-9	60%	40%
3250: 医薬品	20	57	77	2	26%	74%
★ 3300: 石油・石炭製	8	2	10	-1	80%	20%
★ 3350: ゴム製品	11	7	18	-4	61%	39%
★ 3400: ガラス・土石製	34	20	54	-7	63%	37%
★ 3450: 鉄鋼	39	3	42	0	93%	7%
3500: 非鉄金属	19	15	34	-2	56%	44%
★ 3550: 金属製品	68	19	87	-7	78%	22%
3600: 機械	114	108	222	-14	51%	49%
3650: 電気機器	112	123	235	-19	48%	52%
★ 3700: 輸送用機器	69	19	88	-5	78%	22%
3750: 精密機器	13	36	49	-5	27%	73%
3800: その他製品	59	45	104	-4	57%	43%
★ 4050: 電気・ガス業	22	4	26	1	85%	15%
5050: 陸運業	33	27	60	2	55%	45%
★ 5100: 海運業	9	2	11	0	82%	18%
5150: 空運業	3	3	6	1	50%	50%
★ 5200: 倉庫・運輸関	26	10	36	-3	72%	28%
5250: 情報・通信業	59	537	596	4	10%	90%
6050: 卸売業	167	132	299	-29	56%	44%
6100: 小売業	102	238	340	2	30%	70%
★ 7050: 銀行業	76	3	79	4	96%	4%
7100: 証券、商品先	20	20	40	-8	50%	50%
7150: 保険業	2	11	13	-1	15%	85%
7200: その他金融業	14	24	38	-3	37%	63%
8050: 不動産業	54	87	141	-6	38%	62%
9050: サービス業	102	428	530	17	19%	81%
総計	1,582	2,227	3,809	-126	42%	58%