

証券ゼミナール大会

証券市場の活性化について

企業による魅力ある投資商品づくり

明治大学 坂本ゼミナール 太田班

目次

序章	— 2
5	
第 1 章 市場の活性化とは何か	— 3
第 1 節 証券市場とは	— 3
第 2 節 証券市場の仕組み	— 4
第 3 節 証券取引所とその役割	— 5
10 第 4 節 市場の活性化の定義	— 6
第 2 章 証券市場における各主体の課題	— 7
第 1 節 発行市場における各主体の課題	— 7
第 2 節 流通市場における各主体の課題	— 12
15	
第 3 章 企業による市場活性化の実現	— 15
第 1 節 株価と ROE	— 15
第 2 節 ガバナンスの強化	— 22
第 3 節 投資を促進させる事業内容	— 26
20	
第 4 章 まとめと今後の課題	— 36
第 1 節 まとめ	— 36
第 2 節 今後の課題	— 38
25 参考文献	

30

序章

本稿の目的は、企業による魅力ある投資商品作成によって証券市場の活性化、そして日本経済の活性化を達成することである。

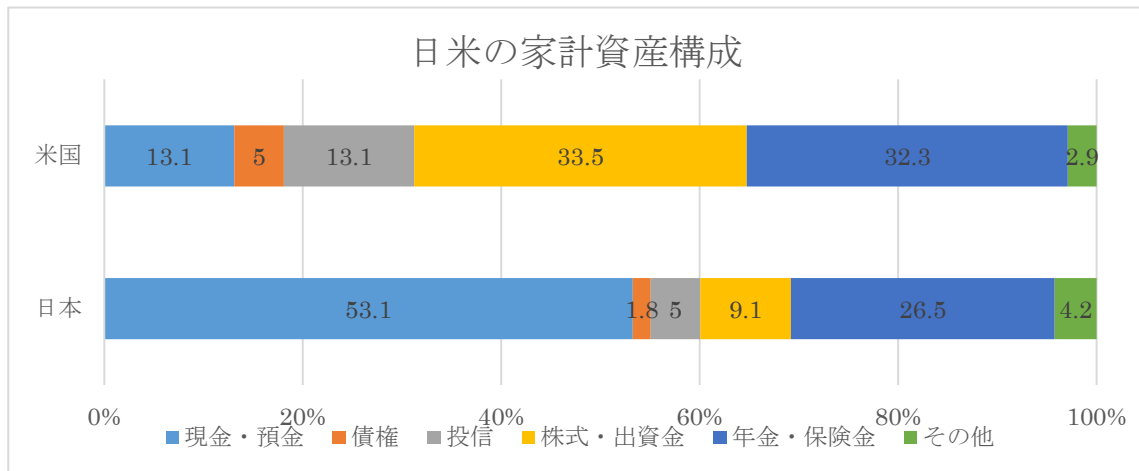
- 5 現安倍政権では、「アベノミクス」と呼ばれる経済政策でデフレからの脱却や経済再生を目指している。しかし、円安、物価上昇が進む一方で賃金が上昇しないためスタグフレーションに陥ることが懸念されている。当然賃金が上昇しなければ家計の消費は落ち込む。現在日本はこういったスパイラルに突入する可能性はある。また、家計の貯蓄を投資へと促すために NISA の導入などを行
- 10 い、またその上限金額を引き上げる検討をしているが、このような景気動向ではやはり効果がいまひとつなのが現状である。

- 確かに日本の家計における資産構成は他の先進諸国と比較し、著しく貯蓄の割合が高く、投資部門での割合が低い。このことから日本の家計における貯蓄を投資へと促すことは、証券市場の活性化へ大きく前進させることとなるだろう。しかし、日本企業と米国企業の株価、ROE を比較すると、日本企業の株価、ROE の方が低いことがわかる。投資商品としての日本企業の株式に魅力が少ないというのも、日本経済の停滞が続く原因であると我々は考える。
- 15

- また、企業による証券の発行が大幅に増加していないことから、日本の証券市場は資金調達機能を果たしていないことがわかる。株価の低迷、個人投資家の割合は増加しているものの貯蓄率は未だに高い水準であること、株主利益の希薄化の問題、株式保有比率は高いが企業のガバナンスや情報開示の程度の違いから外国人投資家の更なる投資を促せていないことなど、さまざまな原因があるといえる。
- 20

図表 1 日米の家計資産構成

25



出所：日本銀行調査統計局の『資金循環の日米欧の比較』

より作成

5

本稿では第1章で市場の活性化について定義し、第2章において発行市場、流通市場ごとの市場参加者の課題を提示し、第3章で我々の提案である企業の魅力ある商品づくりを述べ、第4章でまとめと今後の課題を論じていく。証券市場においては様々な主体が存在するが、我々は日本経済活性化において極めて重要なファクターである企業に着目し、市場活性化を論じていく。

10

第1章 市場の活性化とは何か

15

第1節 証券市場とは

証券市場を定義するにあたり、まず証券の定義について見ていく。広辞苑には証券について「財産法上の権利・義務に関する記載をした紙片。有価証券（株券・債権など）と証拠証券（受取証書・借用証書など）とに大別。」と記載されている。有価証券とは、財産権を表示するもので、権利の移転や行使に原則として証券が必要とされるものであり、具体的には手形・小切手・株券・債権・

20

商品券などがある。対して証拠証券とは、法的な証明を容易にするための書面で、具体的には預金通帳・領収書などがある。また、有価証券には広義・狭義の概念の2つの捉え方がある。広義の概念は財産権の経済的な内容を示す証券のことを指しており、4つに分類される。1つ目は株式・債権などの資本証券で、2つ目は手形・小切手などの貨幣証券、3つ目は船荷証券・倉荷証券などの商品証券、4つ目は土地の権利証など上記いずれにも該当しないものである。

対して、有価証券の狭義の概念はというと、上記4つの分類のうち、証券市場で取引される資本証券のみを指す。また資本証券は金融商品取引法で具体的に定められている。

ここで、改めて証券市場について定義していく。企業・個人・政府は経済活動を行うにあたって、その活動に必要な資金を調達する必要がある。その際、資金の需要者は証券を発行し、資金の供給者が証券を購入するという方法でなされることがある。その取引が行われる場所が証券市場である。ここで発行・流通している有価証券は4つの分類の中の、資本証券である。つまり、証券市場とは株券や債権などの資本証券の売買を通じ、資金需要者と資金供給者が資金を取引する場、と定義することができる。

20 第2節 証券市場の仕組み

証券市場は大きく、発行市場と流通市場の2つに分けることができる。

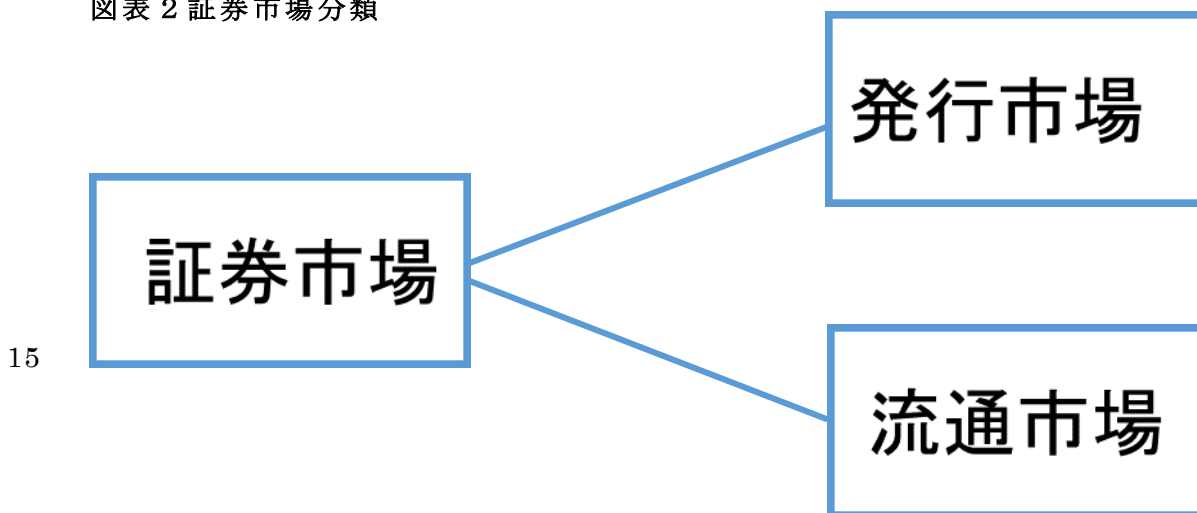
発行市場とは、企業・国・地方公共団体などが事業を展開するために証券を発行し、投資家や債権者などから資金の募集をかけ、直接に資金を受け取る場所のことを指す。企業・国・地方公共団体は事業を展開していくためには資金が必要であり、発行市場とはそのために新しい株式や債権を発行する場所ということができる。また、発行市場とは具体的に所在する場所ではなく、株式や債権を発行する抽象的な場を指す。

対して流通市場とは、発行市場で発行された株式や債権などを、他の投資家との間で取引する場を指す。株式や債権への出資者が資金を回収する方法は、

債権の償還を除けば、流通市場での売買によるものである。証券を他の投資家と売買する場が証券取引所であり、投資家と証券取引所をつなぐ役割を担っているのが証券会社である。発行市場が抽象的な場であるのに対し、流通市場は具体的な市場が存在する。所有する証券をいつでも換金することが可能な市場がなければ、証券の流動性は低下し、投資家は積極的に投資を行うことができなくなる。投資家が消極的になれば、結果的に発行市場も新株の発行を見送り縮小してしまうため、流通市場の存在は重要である。流通市場で決定される証券の市場価格は、その証券の需要動向を端的に示すものであり、新規に証券を発行する場合には流通市場における価格を基準として発行される。

10 このように、発行市場と流通市場は無関係なものではなく、密接不可分な関連を持ち、一体となりながら機能していると言える。

図表 2 証券市場分類



20

第 3 節 証券取引所とその役割

証券取引所とは、株式や債権などの証券を売買するための場であり、資金調達と資金運用を行う場である。効率的な取引をおこなうため、株式や債権などを証券取引所に集中させ、流動性の確保と安定的な価格形成をその役割としている。日本には株式の売買を行う市場をもつ証券取引所が東京・名古屋・福岡・札幌の 4 箇所が存在する。

証券取引所における取引は一般に取引所取引と呼ばれる。取引所取引では大量の売買注文を公正かつスムーズに執行していくために、取引時間、値段を指定する方法、取引単位、決済方法等についての細かな規定が設けられており、これを売買の定型化という。また、売買は基本的に競争売買によって行われている。証券取引所で売買の対象となるのは、株式数、株主数、純資産等について一定の上場基準を満たした会社の株式等に限定されている。さらに、上場基準を満たして取引が認められた上場会社に対しては、財務内容等の公開を義務付け、そのほかにも必要な会社情報を投資家に対してタイムリーに開示することを求めている。証券取引所に関する規定は、金融商品取引法に明記されており、また、取引所市場の目的・運営等細かな点については、各証券取引所の定款に定められています。

投資家から証券取引所に上場されている株式の売買注文を受けた証券会社は、その注文を証券取引所に伝え、証券取引所に伝えられた売買注文は、銘柄ごとに競争売買の原則に基づいて執行される。成立した取引の値段は直ちに取引所内に掲示されるとともに、全国の証券会社や報道機関等へ伝えられる。

取引所取引は「競争売買の原則」を基本に行われる。競争売買の原則とは、価格優先の原則（売りについては最も低い値段が、買いについては最も高い値段が、また、値段を指定する「指し値注文」よりも値段はいくらでもよいとする「成り行き注文」が優先する）と、時間優先の原則（同じ値段の売買注文の場合、時間的に先に発注された注文が優先する）から成る。

具体的に東京証券取引所の主要機能を見ていくと、売買等の場の提供、売買等の管理、有価証券の上場、上場証券の管理、取引参加者の管理の5点が挙げられている。効率の良い取引を実現すると同時に、企業・投資家双方の参加者の保護を行うことがその役割であることがわかる。

25

第4節 市場の活性化の定義

30 本稿は市場の活性化を目的としているため、市場の活性化の我々の意味する

ところを論じていきたい。

証券ゼミナール大会では本テーマにおいて、証券市場の活性化を「企業の資金調達における更なる証券の利用」と「家計の貯蓄から投資へという動きを促進させる」と定義している。我々はこの定義に対し、重要な市場参加者である企業からのアプローチによって実現を目指す。

日本企業のガバナンスや情報開示、そして ROE は他の先進諸国と比較すると、その水準は低い。こういった点を改善していくことで、日本の投資家、また外国人投資家の投資を促すことができると考える。また株価が上がることで、資金調達にあたり、証券を発行する企業は増加していくと推測できる。

10 以上のことから、市場参加者のうち、我々は企業に着目した。

次に、証券市場を活性化させることの意義について論じていく。企業・国・地方公共団体は事業活動を展開するために資金を調達する必要がある。その資金の提供者となりうるのが資金剰余主体であり、日本においては家計にあたる。この2者を結びつけるのが証券市場である。貸し手は事業体から報酬としてインカムゲイン、また売買益で利益を挙げればキャピタルゲインを得る可能が与えられる。このように貸し手は剰余資金を運用する場として証券市場を利用している。このプロセスが活性化していくことで、証券発行によって資金を得た企業の新たな事業展開により雇用と給与が増加し、家計の収入は増える。そして家計の収入が増えることで消費が増える。家計の消費が増えることで企業の業績が向上し、更なる発展のため証券を発行する。このようなサイクルが続くことで日本経済も成長していくことが考えられる。

25 第2章 証券市場における各主体の課題

第1節 発行市場における各主体の課題

・企業の課題

30 序章、1章で述べたように現在の日本の経済はスタグフレーションへの懸念、

企業の ROE の低さ、貯蓄の多寡などの問題がある。その中で、発行市場に注目すると企業や環境整備に関する課題があることが分かる。まず、企業の課題について見てみると、企業の上場数が増えてないこと、増資に伴って 1 株あたりの利益が小さくなることでの株主価値の希薄化などが上げられる。

5 まず、企業の上場数を見てみる。

図表 3

年	第 1 部	第 2 部	マザ ーズ	JASDA Q スタンダード	JASDA Q クロス	外国会 社	PR O	合計
2014/10/ 10	1839	541	192	808	45	—	8	3433
2013	1774 【37】	559 【162】	191 【0】	828 【851】	48 【49】	11 【1】	6 【0】	3417 【1100】
2012	1695	415	180	—	—	10	3	2303
2011	1672	431	176	—	—	11	—	2290
・ ・ ・								
1990	1191	436	—	—	—	125	—	1752

出所：東京証券取引所『上場会社数の推移』より坂本ゼミ作成

* 【】は大阪証券取引所の統合により増えた企業数

図表 3 を見てみると、2013 年から急激に上場数が増えているように見えるが、
10 2013 年には大阪証券取引所との統合があったためであり、それを抜いて上場数
を見てみると 2013 年は 2317 社であり 2012 年と比べても大差はない。つまり、
実質的には上場数は伸びていないのである。

次に 1990 年の海外企業の上場数を見てみると 125 社であり現在の 11 社と比
べると多いことがわかる。それではなぜ海外企業はどんどん減っていたのだろ
15 うか。日本市場が魅力ある市場でない要因に市場成長率の低さがある。高い技

術力を持ちながらも、それが効率的な形で結びついていない可能性が高い。例えば、消費者や顧客企業のニーズを適格に把握し、それを販売に結びつける能力・体制が整っていないとか、または、小規模の類似の事業者が多く、互いに共有化できる有形・無形の固定資産を持ちながらも、それらを共通化せずに非効率的な経営を行っている、などである。また、政策的なサポートやインフラの使いやすさも、大きな障害となっている可能性がある。このような懸念が海外企業の上場数が減っていった理由として挙げられるだろう。これらのことを改善し外国企業の上場数を増やすことによって、日本市場に魅力的な企業が増え、日本企業との競争性も高まり、発行市場も活性化することが考えられる。また、魅力的な企業が増えることによって多くの投資家(海外の機関投資家)も呼び込め流通市場の活性化にもつながるだろう。

次にアメリカの上場数を見てみる。

図表 4 アメリカ上場数

年	上場数
1998年	約 8000 社
2000年	約 7900 社
2005年	約 6000 社
2013年	約 5000 社

出所：The Wall Street Journal より坂本ゼミ作成

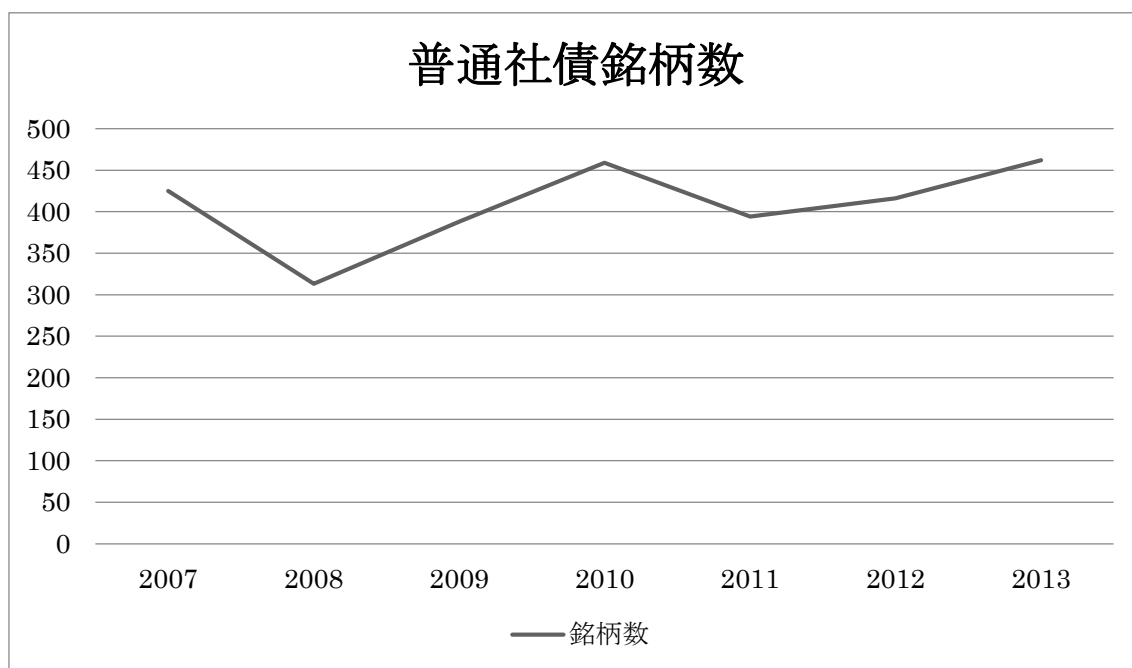
この表を見て分かるように、1998年には約 8000 社、2000年には約 7900 社、2005年には約 6000 社、2013年には約 5000 社と近年になるにつれて上場数が大幅に減少していることが分かる。この現象はリーマンショックの影響が大きいことが考えられるが、現段階において日本企業の上場数と比べてみても約 1500 社近い差がある。この上場企業の差を見てみても日本の証券市場がアメリカの証券市場に比べて劣っていることが分かる。この理由として挙げられることは証券市場の構造自体の違い、法整備の違いなどの理由がある。

また、他の発行市場の課題に関してはここ数年、上場企業による公募増資に関する未公開情報をめぐるインサイダー取引といった不祥事が 1つの契機となってではあるが既存株主に対して新株予約権を無償で割り当てる増資手法であるライツオファリングの円滑化や公募増資に要する期間の短縮や株主の納得性

を高めるための措置などの検討があった。ライツオファリングとは、既存株主の保有株式数に応じて、当該上場会社の株式を、一般的に市場価格よりも低い価格で購入できる新株予約権を無償で割り当てる増資手法である。この手法により課題である公募増資や第三者割当増資によって生じる株主価値の希薄化と

- 5 需給悪化懸念による株価下落で既存投資家の損失といった不利益が生じにくくなる可能性がある。しかし、2013年段階での実施公表社数15社と非常に少なくさらに普及させていくことが課題である一方社債発行市場においてもまだまだ課題が残されており、活発に議論・検討がなされているものの長年の課題とされている発行企業の多様化等には目立った変化が見られない状況にある。
- 10 まず社債市場の現状についてである。普通社債の銘柄数の推移をしてみる。

図表5 普通社債銘柄数



出所：日本証券業協会ホームページより坂本ゼミ作成

- 図表5で普通社債の年代別の銘柄数の推移をみると2007年は425銘柄、
- 15 2008年は313銘柄、2009年は388銘柄、2010年は459銘柄、2011年は394銘柄、2012年は416銘柄、2013年は462銘柄と多少の推移はあるものの大きな変動はない。このように社債市場は以前から飛躍的な伸びはなく一定であり、今後さらに伸ばしていくことが課題として挙げられるだろう。

・債券市場の課題

社債の発行にあたって原則社債管理者の設置を義務付けている。この社債管理者の設置は各社債の金額が1億円以上の場合には例外とされており、我が国の社債発行市場の現状を見てみると、約8割の社債には社債管理者が設置されていない。社債管理者が設置されている社債は、主に信用力が高い会社が発行した個人投資家向けの社債に限られている。また、我が国では、信用リスクが相対的に大きい企業による社債は、ほとんど発行していない。こうした信用リスクが相対的に大きい企業による社債の発行環境の改善、企業金融をめぐる投資家の意識変化への対応を通じた社債市場の活性化を目指しているのが現状である。

このような現状の中課題としてあげられることは社債管理者の権限についてである。現状、社債管理者には、発行会社のメインバンクが就任しているが、社債管理者の権限の具体的な内容が必ずしも明確ではないこと、会社法の善管注意義務の範囲についても明確でないなどからその責任範囲を極めて広く考えて業務を行わなければならない状況にある。こうしたことから、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、投資家が社債管理者の設置を求めても、様々なバランス考えて、就任を躊躇する可能性がある。

一方、米国市場について見てみると、公募社債にはトラスティ(=社債権者の権利を保護する役割を担い、社債条項をもとに債権保全の任に当たります(国内の社債管理者と似た機能を有する)が設置されていて、デフォルト事由発生以前、以後については、連邦信託証書法において役割と義務が具体化・明細化されている。つまり、トラスティは基本的に一定の社債権者の指示・意向を確認しつつ実務を進めており、デフォルト事由発生時の対応は社債権者の判断にゆだねられている。もちろんこれだけではないが、このような制度の下、米国の債券市場は活性化してきたと考えられる。

先述したように日本においては社債管理者の権限・責任の範囲が明確ではない。そのため米国の社債市場のような明確な権限・責任範囲を持つトラスティの設置を義務付けていくことが今後の課題としてあげられるだろう。

第2節 流通市場における各主体の課題

・企業の課題

5 企業にとって流通市場とは、自社の株式の流動性を保つ機能を持つ場、株価を決定する場であるといえる。この2つの役割を適正に機能させることが企業の課題である。

流通市場において当該株式が流動性を持っていることにより、投資家同士の株の売買が盛んになるため、投資家は安心して投資を行うことができる。逆に流動性が低い場合には、投資家同士の売買は少なくなる。また、一般的に信用力の高い投資商品は流動性が高く、信用力の低い投資商品は流動性が低くなる。また、流動性が低くなると売買取引が極端に少なくなるため、取引をしたい時に取引ができない可能性が生じる。このことを流動性リスクという。流動性が低くければ、自身が希望する価格より低く取引せざるをえなくなる。流動性の低い投資商品への売買注文が、その価格を押し上げる、あるいは押し下げる可能性が存在する。以上のことから、企業は流通市場において自社の株が流動性を持つようにせねばならないことがわかる。そして株式に流動性を持たせるには、当該株式の信用力を上げる必要がある。先述したように、信用力のある投資商品に対しては売買取引が盛んに行われる。投資家に自社の株式購入を促すためには、信用力を高める必要性があるといえる。

25 株価は流通市場において、様々な要因の下で行われる投資家の売買によって決定される。株価は通常の商品やサービス商品と同じように需要と供給によって決まる。買い注文が多い場合には株価は上昇し、売り注文が多い場合には株価は下落する。

次に投資家の売買を左右する要因について論じていく。この要因は株価変動要因と呼ばれ、市場全体の要因と当該企業の個別要因に大別される。

市場全体の要因は、景気や金利などの経済的要因、政局などの経済的要因、受給動向や裁定取引などの市場内部要因に分けられる。個別要因とは企業業績やM&A、有償増資などの要因である。ここでは、企業にとって管理しやすい要因である、個別要因、とりわけ企業業績と株価の関係について焦点をあてて論

じていく。

企業は株主に対し、剰余金の中から配当金を支払うが、通常企業の業績が良くなると配当金の額も増える。また、業績が良くなると資金的な余裕から設備投資や新事業の展開が積極的に行われ、さらに業績が向上し株価は上昇する。

5 逆に企業の業績が悪化すれば配当金の額は減少、あるいは支払われなくなる。業績が悪化すると設備投資や新事業は展開されにくくなるため、株価は下落する。この様に、企業の業績と株価は連動しているといえる。実際には、企業の将来業績を考慮した投資家の投資行動のため、約半年から3年のずれが業績と株価の間で生じると言われている。

10 ここで米国の Apple と日本のトヨタについて比較、検討する。2014年10月16日現在、Appleの株価が10,262円であるのに対し、トヨタは5,879円である。この株価の差は投資家による将来業績の予想を基にした投資行動が要因のひとつといえる。またトヨタのROEは13,7%(2014年10月10日)であるのに対し、AppleのROEは31,564%(2014年10月17日)である。ROEとは貸借対照表の
15 資本の部の合計である株主資本を用いてどれだけの純利益をあげたかを示す指標である。つまり、企業が資本を効率よく使い経営を行っているかを判断する指標である。ROEが高い企業は株主資本を上手く使い効率の良い経営を行っているといえる。従って、Appleではトヨタと比較し、約2倍効率の良い経営がなされていると言える。Appleの経営の特徴として、ファームレスが挙げられ
20 る。ファームレスとは工場を持たない企業のことを指す。iPhoneで有名なAppleであるが、製品の製造は台湾のホンハイという企業が行っている。これは製品の開発に得意なAppleと、製造に特化したホンハイの分業であり、両者にメリットがあると考えられる。このようにAppleは不得意な製造分野をアウトソーシングすることで、効率の良い経営を実現したといえるだろう。

25 ROEは、利益をあげることや、剰余資金によって自社株買い、配当などを行い、自己資本を減らすことで引き上げることが可能である。つまり、負債を増加させ、新事業などを展開し、利益を得ることでROEは引き上がり、財政基盤が脆弱な状態でもROE自体は高い数字が出てしまうため留意する必要がある。

30 以上のことから企業の業績と株価は密接な関係を有しており、またROEが株価に強く影響を与えていることがわかる。よって、企業の課題は信用力、業績

の向上、ROE の引き上げなど効率の良い経営を行うことで魅力ある株式を創造することである。

・証券会社の課題

5 証券会社とは、投資家と証券取引所を結ぶ窓口の役割をになう株式会社のことである。投資家個々人が証券取引所に直接取引注文を出すことはできないため、証券会社かそれらの注文を取りまとめ、証券取引所に取り次いでいる。具体的には、ブローカー業務、ディーラー業務、アンダーライティング業務、セリング業務の4つがあげられる。ブローカー業務とは、投資家の売買注文を証券所に取り次ぐ業務であり、先述したように証券会社の本業と言える。ディーラー業務とは証券会社自身の有する資金を用いて売買取引を行うことである。アンダーライティング業務とは、株式を発行した企業から株式を買い取り、企業の代わりに投資家をさがし広く販売する業務である。セリング業務とは、株式を一時的に預かり、購入する投資家を探し販売する業務である。

10 現在日本において、株式投資への資金流入が高まらない要因として、企業の成長性を見出しにくい点、証券会社のコンサルティング力の欠如、インターネットなどの証券インフラの利便性の低さなどが挙げられるだろう。株式投資を促進させる第一の要因は企業による業績向上への取り組みであるだろうが、証券会社のアプローチも極めて重要であると考えられる。とりわけ高い貯蓄率を有する個人投資家への商品提供、サービス向上は課題であるといえる。

15 証券会社の課題は、コンサルティング力の向上、商品提供・サービスの質の向上や個人投資家に対し中・長期的なサポートを行うことであろう。またインターネットを効果的に活用する方法も模索する必要がある。これらの取り組みによって、個人投資家の新規参入の促進や、資産運用としての株式投資を更に普及させていくことが、証券会社の課題であるといえる。

第3章 企業による市場活性化の実現

本章では第2章での課題と、野村証券 IR の行ったアンケートの回答を踏まえ、企業によるアプローチによって市場の活性化を目指す。

第1節 株価と ROE

5

先述したように、株価と ROE には強い関係がある。ROE が高いことは効率の良い経営を示すため、投資家の投資意欲を刺激する。本節では、企業の ROE を引き上げることで市場の活性化を促すことを目指す。

ROE とは Return On Equity の略で、企業の収益性を示す指標の1つである。

10 日本語では株主資本比率という。ROE は当期純利益を自己資本で除することで求められる。また ROE は受託者責任を示す指標であるといえる。株主と経営者とは委託者と受託者という信託関係がある。ROE が低い場合、経営者は株主の資金を委託された受託者として、責任を十分に果たしていないと判断される可能性がある。

15 近年 ROE が注目を浴びる理由は、アベノミクスで企業の収益性を示す指標として取り上げられ、また海外企業と比較し日本企業の ROE が低いことが国内株式市場低迷の一因と見られてきたからである。先述したように、ROE が低いことは受託者責任を果たしていないと捉えることができる。また、今年1月から算出開始された株式指数である「JPX 日経インデックス 400」は ROE を重視した 400 社で構成されており、従来の指数にはない特徴を有している。

20

図表6 日米における業種別 ROE 比較

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69

欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

出所：「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」伊藤レポート 中間論点整理より坂本ゼミ作成

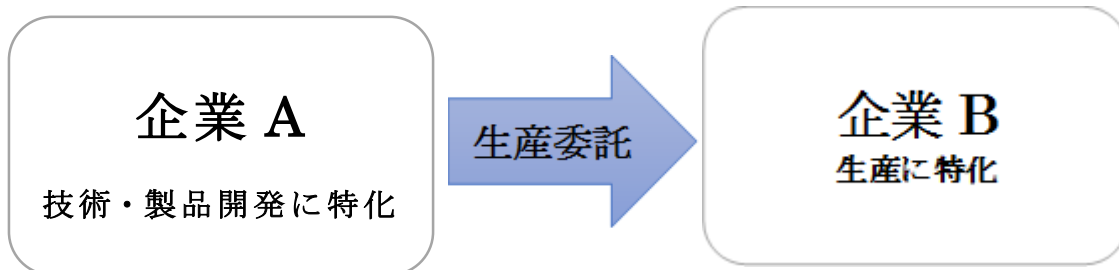
この様に注目を浴びている ROE であるが日本企業の ROE は他国と比較し低い水準である。欧米市場の ROE は概ね 15% であるのに対し、日本市場の ROE は 6% 程度に留まっている。企業の ROE を引き上げるには、企業の利益を増加させる、コストを削減する、自己資本を縮小させるなどの方法がある。しかし、自己資本を縮小させることは財政基盤を脆弱にする恐れがある。つまり、ROE が高いことがそのまま効率の良い経営が行われているとは言えない。ROE は企業の収益性を示す指標の 1 つで、受託者責任が果たされているかを示すものであるが、ROE だけでは正確な情報とは言えない。先述したように自己資本を縮小させたり、負債の比率を増やしたりすることで、ROE は引き上がる。そのため財務レバレッジなどの指標と併せて利用する必要がある。財務レバレッジとは自己資本の何倍の総資本を事業に投下しているかを示す数値である。財務レバレッジが高ければ高いほど、株主資本が同じでも銀行などからの借入を利用し事業に投下しているということができ、この時 ROE は引き上がる。しかし、借入は利子を伴うものであり、企業は返済義務を負い、会社の資金繰りを圧迫することにつながる。

ここからは具体的に ROE を引き上げる方策を論じていく。

20 ・アウトソーシング

企業が ROE を引き上げるために取り組むべきことの 1 つは、適切な企業ドメインを決定することである。企業は自社の強い部門・業務と弱い部門・業務を区別し、内部化優位が得られない部門・業務ではアウトソーシングすることが、企業の純利益を引き上げることに効果的である。アウトソーシングとは、社外から生産に必要な部品・製品を調達したり、業務の一部を他企業に請け負わせたりする経営手法である。

図表 7 アウトソーシング例



アウトソーシングを成功させた企業として、Apple が挙げられる。Apple はホンハイと EMS（電子機器受託生産）と契約をしている。製品開発やマーケティングに優れた Apple と製造業に特化したホンハイが取引を行うことで両者にメリットが生まれる。またホンハイはソニーや任天堂といった企業とも契約を交わしており、EMS では世界最大の企業グループである。

また日産自動車、日産テクノは、本社からの受注作業を行う日産テクノベトナムを設立した。先進技術の開発を担う日産自動車を頂点に、新製品開発を行う日産テクノ、新製品開発を支える部品設計などを担う日産テクノベトナムがピラミッド型の関係を構成している。日産テクノベトナムでは採用条件に、公用語を日本語とし、IT、CAD などの専門知識を要求した。さらにハノイ市内の技術専門学校と提携し、事前教育に努めた。また業務受託する情報のほとんどは、ネットワークシステムを介してデジタル情報として受領された。活用した通信インフラは IP-VPN 専用線、TV 会議用の ADSL 電話回線、通常のインターネット回線である。

日産テクノベトナムの成功要因は、現地従業員の採用に学歴よりトレーニングを重視し、現地技術専門学校と提携などの効果的なトレーニングシステムを構築したことや、IP-VPN 専用線の利用によってこれまで出来なかった大規模な事業内容も受託が可能となり、受託規模も急速に拡大することができたためと考えられる。また、自動車関連部品の CAD デザインや CAD 解析および設計には、労働集約的な作業が数多く含まれており、アウトソーシング事業に適していると考えられる。

以上のように、内部化優位が得られなければ、得意な部門に特化し苦手な部門に関しては当該部門に専門性を有する企業に委託し、コストを低減させることが企業の純利益や ROE、株価の向上につながるだろう。

・ 自社株買い

10 自社株買いとは、企業が一度発行した株式を買い戻すことである。また、自社株買いをした株式を償却することを自社株買い償却という。自社株買い償却は、発行済み株式数や株主資本の減少につながり、1株利益を引き上げることやROEを向上させることが可能である。自社株買いは通常、企業が有する遊休資本を利用して行われる。遊休資本とは運用先や投資先がなく、活用されていない資本のことである。経済的合理性を考慮すると、余っている資本はより利益を生む事業に投資されるべきであり、活用されていない資本が存在することを投資家は評価しない。その結果株価が下落する。遊休資本を自社株買いによって株主に返還すれば、効率的な経営が行われている企業だと評価を得ることが可能となり、株価は上昇する。

図表 8 自社株買い図解

自社株買いを行う前			
資産	1000億円	負債	500億円
		株式資本	500億円
総額	1000億円	総額	1000億円

自社株買いを行った後			
資産	950億円	負債	500億円
		株式資本	500億円
		自社株式	▲50億円
総額	950億円	総額	950億円

15 自社株100万株を1株5000円で50億円分買い戻す

買い戻し金額 50億円分減じる

買い戻した分の 自社株式を減じる

出所：PRESIDENT Online より坂本ゼミ作成

リーマンショック以降企業は現預金の積み増しに動いたが、近年日本では株主還元やROE向上のために、自社株買いを実施する企業が増加している。自社株買いのアナウンスによって株価がコニカミノルタは7%、NTTは5%上昇し

た。

5 自社株買いで非常に問題となることが1つあるが、それがインサイダー取引である。企業の業績が最もわかるのは企業経営者自身であり、その経営陣が決定し、自社株を購入するため、常にインサイダー取引の可能性が付きまとうことになる。2006年には大塚家具が配当予想の上方修正を行う事実を知りながら、7万9000株の自社株買いを行ったとして摘発された。

10 自社株買いは株主利益を増加させ、同時にROEを引き上げるものとして、遊休資本を有する企業には効率の良い運用方法と言えるが、同時にインサイダー取引の可能性が付きまとう点には留意しなければならない。

・証券化

15 証券化とは、金融機関や事業会社などの資産の所有者が、保有資産を資金化するために、ローン債権の元金利支払いや、ビルテナントの賃料などキャッシュフローを生み出す特定の資産を自身のバランスシートから切り離し、有価証券等の流動性の高い投資商品を発行する手法である。

図表9 証券化図解



出所：国土交通省 HP より作成

20 この資産の保有者をオリジネーターという。資産を証券化することによって、オフバランス効果を得ることができる。オフバランス効果とはオリジネーターが資産を証券化することによって、会計上では資産を売却したことと同じになり、バランスシートから切り離され、ROAやROEなど改善され企業価値が上がることである。ROAとは純利益を総資産で除したもので、資金の出所は問わずに、企業が保有している資金をどれだけ効

率よく運用できているかを示す指標である。また企業のビジネスモデル自体の収益性を検討する場合に有効な指標である。証券化で得た資金を有利子負債の返済に充てることで、**図表 10** の様な財務指標の改善が可能になる。

5 **図表 10 証券化による財務指標の改善**

証券化された資産	売却資金による負債削減	→		
資産	負債		資産	負債
	資本		資本	
	利益		利益	

出所：三井不動産リアルティより坂本ゼミ作成

証券化は、不動産、債権、知的財産権などキャッシュフローを生み出すものであれば、どのような資産でも可能である。事例をあげると、NTT都市開発株式会社がアーバンネット池袋ビルを2010年に証券化している。

保有する資産を証券化することで企業は資金を調達することが可能であり、またオフバランス効果によってROAやROEを引き上げることが可能である。しかし、証券化商品の複雑性は2007年のサブプライムローン問題の引き金となり、世界的に金融不全となった。こういった事態を避けるためには格付機関による評価が、実際の価値と乖離しない様行われる必要がある。また、証券化商品自体の信用性を回復することも重要である。

20 **・グローバルゼーション**

ROEやROAといった指標は、当期純利益を向上させることで、これらの指標も引き上げることができる。現在の日本には豊富な需要が存在しないため、海外、とりわけアジア地域などの巨大な市場での事業活動が収益性をあげる鍵となる。そういった地域への輸出などは効果的である一方で、日本での生産はコストが割高になってしまう。そのため、アジアなどの安価な人材や原材料、法人税を求め進出していく必要がある。

グローカリゼーションとは、国際進出に伴い、製品開発、生産、販売活動などの拠点を海外に移すことである。生産におけるグローカリゼーションの段階は完成品輸出、工場移転、部品の現地調達率の引き上げの順で行われる。製品開発は日本での集中設計、現地調達・現地仕様の現地設計の順で行われる。グローカリゼーションは日本企業独自の最先端技術を活用し、現地市場のニーズや文化に対応していくビジネススタイルといえる。

グローカリゼーションを行った企業のひとつにキッコーマン株式会社がある。キッコーマン株式会社は醤油をはじめとする調味料等をあつかう企業である。1956年には、大統領総選挙速報番組のCM、スーパーマーケットでの試食を実施することで、アメリカでの認知度向上に努めた。1957年にはキッコーマン・インターナショナル社を設立した。更に、1961年にはテリヤキソースといった、アメリカ人好みの味の製品開発を行い、同時にテリヤキソースを用いたレシピの公開を行った。そして、1972年にキッコーマン・フーズ社(KFI)ウィスコンシン工場を設立し、生産拠点の現地化に成功した。日本企業が生産拠点を海外に設立し、成功させるためには、単に日本のスタイルを海外に移転するだけでは不十分である。海外進出をはかり、失敗に終わった企業の多くは、海外でも日本のスタイルに固執していた可能性がある。キッコーマンも中核をなす技術などは日本から移転している。しかし、キッコーマンは多くの生産拠点現地化を失敗している企業とは異なり、現地のニーズにあった製品開発を、現地で行っている。それぞれの国によって、同じ「醤油」という製品でも、味をその国のニーズに変えているのである。しかし、そのような製品開発を日本人が行うのは難しい。それは、そもそも日本と海外では食文化が異なるからである。現地のニーズは現地人にはないと、わかりにくいものである。キッコーマンはウィスコンシン工場での従業員の多くを現地人にするこ

5
10
15
20
25

市場の開拓や、安価な人件費・原材料費を目指し海外進出を目指す企業はこれからも増えていくだろう。しかし、従来日本で行っているビジネスを海外に移転しても成功するとは限らない。海外進出を成功させるためには、国際的な視点を抱きつつも、現地のニーズを反映する必要がある。また日本における技

30

術を海外に効率よく移転するには、教育訓練や評価システムなどの統合化と現地化の適切なバランスを取る必要がある。

5

第2節 ガバナンスの強化

この節では、日米のコーポレートガバナンスを比較・検討したのちに、日本企業が効率的な経営を行うためにどのようなガバナンスを実践していくべきなのか考えていきたいと思う。

現在アメリカ企業では、企業自らがリスクをとって積極的な投資を行い株主利益の最大化を追求していくような、効率重視（＝ROE重視）の企業モデルが圧倒的な優勢となっている。

アメリカ型ガバナンスの基本は「所有と経営の分離」であり、会社を所有する株主と、その代理として会社の経営方針等を定める取締役、実際に日々の経営を執行する執行役員との3つに分かれている。アメリカ企業では、主に社外取締役を中心とする取締役会が、ヒト・モノ・カネ・情報を統合して実際の経営を行う経営者（執行役員）を監督・統治するという「ガバナンスとマネジメントの分離」という体制を取っていることが多い。ここにおいては、株主が直接経営の監視をすることは難しいという理由から独立取締役が雇われることになる。

独立取締役とは社内に利害関係のない人物であり、いわば株主の代理人のような存在である。米国では、エンロンやワールドコムといった大企業の不正会計事件後、取締役の過半数を社外取締役とすることがNYSEの上場規定によって義務づけられていることもあり、株式公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合は74%と非常に高いことがわかる。これらの取締役が株主の代理としてもつ権限としては、CEOなどの主な執行役員の人権・報酬設定権や、経営目標の策定、配当、大きな経営決定権限などがあり、執行役員は、例えば「自動車販売10%増」という大まかな取締役会の決定に従って実務を担当することになる。

上記のようなガバナンスシステムのメリットとしては、株主の意向が反映しやすいということが挙げられる。他企業を買収するかどうかといった話や、利益を上げられない経営者を解雇するか否かといった話などで、比較的株主の意向が反映されるため、執行役員（経営者）はある程度の緊張感をもって経営を行うことになる。

次に日本のガバナンスシステムについて考えてみる。

日本では、企業は従業員と経営者を中心として、多様なステークホルダーによって構成されるものであるとする考え方が強い。結果として日本の企業は、リスクを取らない安定的な経営をめざして従業員の利益に沿った経営が行われることが多く、「企業＝従業員を集団化したもの」と言われることも少なくはない。

日本企業のコーポレートバナンスは、いまだ監査役を中心としたものが多く、取締役と執行役員の分離も明確ではない企業が大半というのが現状である。取締役会においては、取締役が業務執行と監督を兼任するということから、モニター機能が失われ、さらには監査役も殆ど会社内部出身であるということから公正な監督機能を発揮することができない。さらには株式総会の形骸化によって、取締役の人事権が社長のもとに置かれてしまうということもよくある話である。監査役は、基本的には数的なチェック機能しかもっておらず経営者が法的に問題のない限り目立った干渉はしない傾向にある。

このようなガバナンスシステムにおけるメリットとしては、経営陣が取締役兼任の執行役員であることから、株主の短期的な要求に応えず、長期的な経営が経営陣の自由に出来るということである。デメリットとしては、会長、社長が社内の人事権を全て掌握しており、外部のチェック機能が働かないことで、アメリカで言う独立取締役のチェックがないため、株主の意見が反映されづらいというものがある。

上記のようにアメリカと日本のガバナンスを比べた結果、現在の日本のガバナンスシステムでは ROE を高めるような効率的経営を実践していくことは難しいという結論に至った。

日本のガバナンスとアメリカのガバナンスのもっとも大きな違いとして、経

営者の持つ権限の違いがあげられる。アメリカのガバナンスシステムにおいては社外取締役を中心とした取締役会が定めた経営方針に則って、経営者がそれを実践するという形がとられ、経営者の権限をある程度制限しているが、日本企業においては、このようにガバナンスと経営が明確に分離された企業は決して多くない。その原因としては、取締役の身内化をあげることができる。現在

- 5 日本では、アメリカとは異なり、企業における社外取締役設置は義務化されておらず取締役会のほとんどが社内取締役という企業がほとんどである。日本企業において社内取締役は従業員が出世を繰り返した後に就く職位であることが多く、結果として取締役会には社内の者、いわゆる身内が増加することになる。
- 10 これは経営者と取締役会の癒着関係を形成する温床ともなり得て、そのことを考えると経営に対するガバナンスが正しく機能するとは到底思えず、必然的に経営者一人に大きな権限が与えられることになる。そしてこのような慣習は、株主利益よりも従業員の利益を重視するような経営を促進し、ROEの向上を妨げる原因となっているように思える。

15

これらの現状を踏まえた上で、日本企業がROEを高めるような効率的な経営を実践していくにあたって、社外取締役の義務化、取締役会の多様化といったガバナンス強化が重要なカギを握るのではないかと私たちは考えた。

- 20 日本の会社法では原則的には社外取締役を置く必要はない。東京証券取引所による調査の結果、2014年7月の段階で東証の上場企業で社外取締役を1名以上選任している企業は64.4%であった。つまり東証に上場する企業であってもその約6割の企業しか社外取締役を選任していないことになる。さらに一社当たりの社外取締役数をみてみると、その平均人数は一社につき1.71人と取締役会の過半数を社外取締役とするアメリカ企業と比べて非常に少人数であること
- 25 ができる。これでは、株主重視の姿勢が見えず、内外の投資家からの投資を促すことも難しい。海外の有力機関投資家が、日本の上場会社に対して、今後3年で社外取締役の比率を3分の1に引き上げるよう求める書簡を送付したとの報道もあり、このことから筆頭株主である外国人投資家が日本企業のガバナンスのレベルに少なからず不満を持っていることもわかる。

- 30 企業内に株主の代理人としての社外取締役が増えれば内部留保や配当金に対

する意識も変わり、内部留保を増やそうと言う安定志向の考えから、積極的な投資に回そうという効率的な考えに変わり、設備投資や人材に対する投資も増えていくのではないだろうか。また、利益を配当に回す機運も高まり、株価を押し上げる効果も期待できる。上記について考えた時、社外取締役の義務化は

5 ROE を高める効率的な経営を実践していくにあたって不可欠なものであるといえる。

取締役会の多様化とは、取締役に女性や外国人などの様々な人材を選任することで発想の幅を広め、様々な視点から企業経営を見直そうとする試みである。多くの日本企業では、終身雇用や年功序列といった慣習が根強く残り、昇進体

10 系のゴールに取締役が位置している。そのため取締役会の大部分は年輩の社内出身者が占めている。また企業の雇用実態から、ほとんどが日本人男性である。これはつまり同じような経験を積み、同じような発想をする人材の集まりが、企業の意思決定を担っているということを意味する。国内市場が縮小し、経済

15 のグローバル化が進行しつつある現在、日本企業には他社とは一線を画すような独自性の高い製品・サービスで国内市場を勝ち抜くと共に、積極果敢な戦略で海外市場に打って出ることが求められている。このような現状を考えると、製品開発や事業戦略などにおいて意思決定をしていく中で取締役会にも個々に異なる発想を持った様々な人材が必要になってくるように思える。

例えば中国市場に進出するなら中国人が、米国市場に進出するならば米国人

20 が、意思決定の場にいた方がよいだろうし、また日本人なら風土や慣習を慮って温存するような非効率も、外国人であれば躊躇せず改善を提言できるだろう。また女性取締役の選任も一例として挙げられる。経済産業省による調査の結果、2014年4月の段階で家計支出のうち購買決定権を持つのは、日本では約7割、世界的にも約6割が女性であることが分かった。これは経済を牽引する「消費」

25 の主体が女性であることを意味していて、そうであれば供給サイドに女性がいることで女性が求めるニーズを理解して、需要に見合った新しい商品やサービスをより効率的に提供できるのではないかと考えることができる。

このように取締役の多様化は、市場ニーズを把握したり、企業の経営体質を改善したりする際に重要なファクターとして働き、最終的にそれは効率的な経営

30 や企業価値の向上につながるのではないだろうか。

第3節 投資を促進させる事業内容

5

これまで、企業の株価とROE、ガバナンス強化について述べてきたが、それらは業績によって企業価値を上げて魅力的な企業にしていきさらなる投資家からの投資を促すための施策であった。そして次に、近年話題となっている第6次産業・社会インフラビジネスについて論じる。これらは、業績以外、つまり、魅力的な企業にするために業務内容に焦点を当て企業価値を高める。そう

10

することにより、投資家にとっての1つの投資判断基準としてもらうことによってさらなる投資を呼び込むことが出来るのではないかと考える。近年以前は、株主価値経営であり、企業価値最大化が企業の最終的な目的であり、それは結局株主価値の最大化に帰結するとの考え方のもと企業経営をおこなっていた。

15

しかし、2008年におこったリーマンショックにより株主以外のステークホルダーの重要性が浮き彫りになった。そのような変遷の中で共通価値経営の考え方が主流となってきた。共通価値経営とは、企業が事業を行う際に地域社会や環境、社会状況に配慮・改善しながら自らの競争力も高めるものである。つまり、社会的な価値に貢献しながらビジネスの価値を追求していくという時代になっているのだ。

20

(1) 第6次産業とは

第6次産業とは生産だけでなく加工・流通・販売等を統合的に撮り歩かうことで事業の付加価値を高める経営形態を意味している。つまり、生産、加工、流通・販売を一体化することによって事業の付加価値を高めるだけでなく、食品産業や観光産業等の2次・3次産業による農林漁業への参入や、農林漁業と2次・3次産業との連携・融合による地域ビジネスの展開や新たな産業の創出

30

けでなく 1 次産業×2 次産業や 1 次産業×3 次産業といった形態まで幅広く考えることが出来る。

第 6 次産業具体例

5 このような第 6 次産業によって成功したものの例として近代マグロがある。近代マグロとはその名の通り近畿大学水産研究所が 1970 年から研究を開始し、2002 年 6 月に完全養殖に成功したマグロのことである。近畿大学といえは 2014 年の私立大学一般入試の志願者数で 4 年連続トップだった明治大学を抜いて全
10 国 1 位になった大学である。その背景としての様々な理由があるがその中の 1 つの理由として近大マグロによるものがある。近代マグロの 6 次産業化とは簡単に言えば稚魚から養殖して育ったものを近畿大学水産研究所という店で販売している。もう少し近大マグロの 6 次産業化について具体的に述べる。

いけすで産卵したクロマグロの卵を陸上の水槽でふ化させ、最終的には海上のいけすで商品サイズの制御にまで育てる「完全養殖」を目指してきたクロマ
15 グロであり昭和 45 年に本格的な研究が発足し、8 つの研究機関が取り組んだがいずれも失敗に終わり近畿大学以外の研究機関は撤退した。その後近畿大学だけがあきらめず、独自の研究を試行錯誤して進めていき昭和 54 年に初めて産卵・人工ふ化に成功したが、稚魚の育成で失敗した。そのお 11 年間は産卵も失敗の連続であった。その後平成 6 年に 11 年ぶりの卵のふ化に成功し、稚魚
20 を成長させ海上のいけすへと移すことが出来た。平成 14 年には立派なサイズのクロマグロになり産卵にまでこぎつけついに近大マグロが誕生した。現在では、卵から稚魚になるまでの生存率は約 1%で今後は民間企業と連携しながらさらに生存率を上げていくことが課題となっている。そして、卵から孵化して成魚になったクロマグロを、近畿大学とサントリー、和歌山県と連携して養殖
25 魚専門レストランである近畿大学水産研究所を銀座や大阪に出店している。つまり、近畿大学は水産業を基本として、これを工業の面でいうと養殖して近畿大学水産研究所というお店を作ってサービス化するという形で、6 次産業化を進めているのである。

このように、1 次産業と 2 次産業と 3 次産業をすべて行うことによって付加
30 価値がより増大し、その増大した分の付加価値だけ企業にとっては利益になる

のである。そして 6 次産業化によって地域活性化にもなり地域貢献によって企業の社会的価値の増大、つまりは、事業内容によって企業価値の増大につながるのである。その結果、投資家による評価が高まり投資が増え市場の活性化につながるのではないだろうか。特に、地域に貢献するということから、その地域の投資家からの多くの投資活動が見込める。

近代マグロは近畿大学の行った事業であり企業が行ったものではないが、近畿大学は近大マグロで注目を浴び大学価値を上げ入学者数 1 位を獲得したように、企業においても同様に近大マグロのような魅力ある事業、つまり、6 次産業化を行うことによって企業価値を高めることが出来るのではないかと考える。

10 次に実際の企業で行われた 6 次化産業のいくつかの事例を取り上げる。

1 つめの企業は、デリシャスファーム株式会社である。この企業は宮城県大崎市で平成 18 年から加工品の製造販売に取り組み、そのノウハウを生かして新商品の開発とカフェをオープンさせた。その結果平成 18 年に売上高が 800 万円であったのが平成 20 年には 1700 万円にまで上昇した。

15 次に株式会社ヤマキである。この企業は埼玉県神奈川町で国産の大豆や野菜を使用した、こだわりと安全性の高い商品作りを模索し、平成 13 年から製造開始している。その結果平成 13 年に売上高 1000 万円であったのが平成 21 年には 3000 万円と上昇している。

20 次に株式会社登喜和食品である。この企業は、食品市場の健康志向かが進行する中、国産大豆を使用した簡単に食べられる健康に良い食品を作りたいとの思いから、平成 16 年度にテンペ食品を発売した。その結果平成 16 年には売上高 250 万円であったのが、平成 22 年には 1900 万円と上昇している。

25 これらの事例のように、6 次化産業に取り組むことで、企業の売上高が上がっていくことが分かる。つまり、企業価値が高まっている。今回事例で取り上げた企業は上場はしていないが、今後企業としてさらに成長して行くことで上場も期待できるだろう。それにより、証券市場が活性化されることも考えられる。

30 また、現在上場している企業である食品産業や観光産業等の 2 次・3 次産業による農林漁業への参入によって付加価値を増大するとともに、地域の雇用創出や、活性化に貢献することで社会的価値が高まり企業価値が増大することが

期待できる。そうすることで、さらなる投資家の投資を促すことが出来るだろう。

(2) 社会インフラビジネス

5

1. 社会インフラとは

次に社会インフラビジネスについてである。

社会インフラとは、簡単に言えば私たちの暮らしている社会の中で、生活の基盤となる主な構造物である。例えば、道路、鉄道、港湾、ダム、発電所、通信施設、などの産業基盤、および学校・病院・公園などの社会福祉・環境施設のことをいう。道路であれば現在自動車での移動が当たり前になっている現代社会で必要不可欠なものであり、鉄道であっても1つの重要な交通手段である。また、発電所に関しては、私たちはテレビを見るのにも、料理をするのにも、部屋を明るくするのにも電気を使っている、その電気を作り出しているのが発電所である。通信に関しては、インターネットが普及した世の中では、情報検索も、連絡手段としても携帯電話やパソコンがビジネスでも私的用途としても使われており、特にグローバル化をしている中でより重要なインフラであるといえる。つまり、社会インフラは私たちの生活にとってなくてはならないものである。

20 このような社会インフラに対してビジネスを行うことによって共通価値経営が主流となっている現代において企業価値を増大することが出来るだろう。さらに、近年、社会インフラへの投資は、グローバル規模で拡大している。新興国においては、急激な人口増加や経済発展などを背景として、大規模な都市開発やエネルギー、交通、水などの社会インフラに対する需要が飛躍的に高まっている。そういった社会インフラに対するビジネスを行うことにより企業の社会的価値そして企業価値の拡大につながるのではないかと考えられる。また、グローバルに事業展開していくことで、海外からの投資家からの注目を集めることが可能となり、海外からの多くの投資を促すことが出来るのではないだろうか。

30

2. 新興国における社会インフラの現状

新興国において社会インフラの需要が高まっていると前述したが、実際の新興国におけるインフラはどうなっているのだろうか。それぞれの国における需要の高まりについて見る。

- 5 フィリピンは、長らく政情不安やそれに伴う治安の悪化から、対外投資が減少していたが、ベニグノ・アキノ大統領就任後、「フィリピン開発計画 2011-2016」を制定し、交通、エネルギー、水、その他インフラへの大規模な投資を打ち出した。特に効率の悪い交通ネットワークと、信頼性の低い電力供給システムの改善を目指している。
- 10 ベトナムは、従来から「10カ年戦略」および「5カ年計画」を社会経済開発の方向性を示す基本文書として作成し、政策を立案・実施をしている。現在は「社会経済開発 10カ年戦略 (SEDS) 2011-2020」を展開中である。2020年までの工業国化を全体目標に掲げており、その達成に向けてインフラ（特に交通・都市）を整備する。具体的な開発計画として、「社会経済開発 5カ年計画 (SEDP) 2011-2015」を展開している。
- 15 インドネシアは、2010～2025年の長期計画の中心を成すものとして「経済開発迅速化・拡大マスタープラン (MP3EI)」を発表。電力・エネルギー開発、道路・鉄道などのインフラ整備を重点施策に位置付けている。なお MP3EI では、スマトラ、ジャワ、カリマンタンなど 6 回廊を特定。その回廊において主要な
- 20 プロジェクトを開発し、経済発展を促進することとしている。
- カンボジアは、国家戦略である四辺形戦略に基づく開発計画として、「NSDP 2009-2013」を策定し、現在推進中である。公共投資プログラム (PIP) のうち、物理インフラの復興と建設では、輸送部門、水・かんがい部門、エネルギー部門、ICT (情報通信技術) 部門の戦略を定めている。
- 25 インドは現在、2012年4月～2017年3月までの「第12次5カ年計画」期間にある。具体的な施策として、インフラ分野に官民資金約 51 兆ルピー (1ルピー=1.73円換算で 88 兆 2300 億円) が投下される予定であり、これは前回の第11次5カ年計画の約 2 倍となる。重要分野は電力、鉄道、上下水、港湾、空港など多岐にわたるプロジェクトが予定されている (図 3)。インド国内の東西南
- 30 北を結ぶ各種の経済回廊に関係する多数のインフラ・プロジェクトが、政府間

援助や外国資本・技術の導入を視野に計画されている。

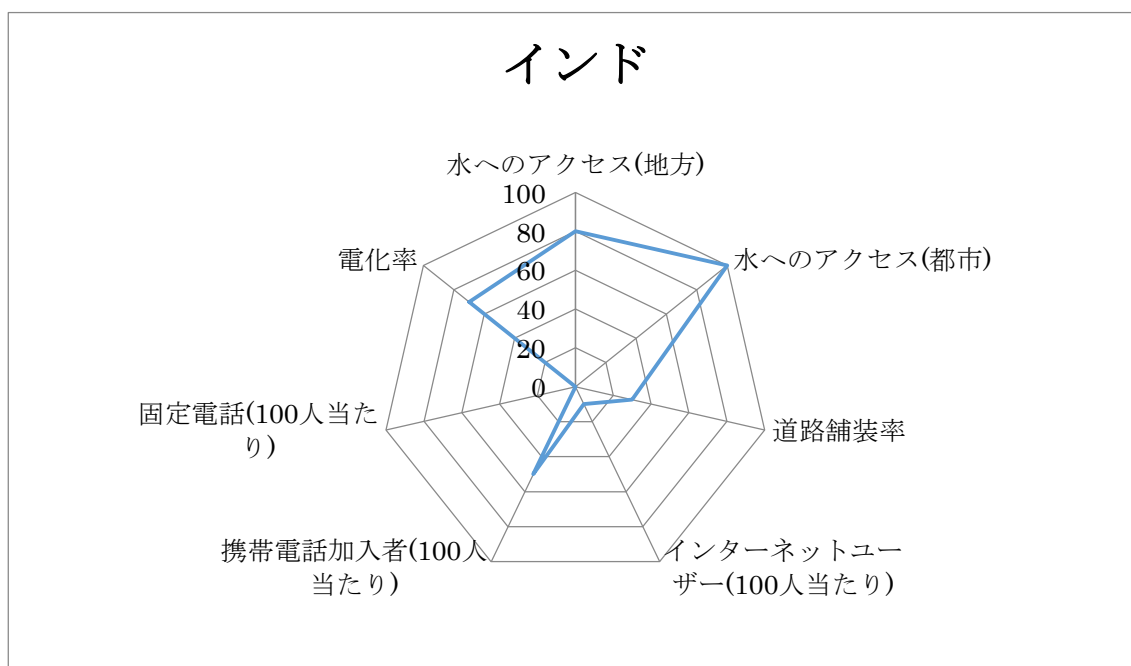
南アフリカの長期国家戦略は、「国家開発計画（NDP）2030」によって定められている。計画においては、インフラ投資の拡大が雇用創出のキーファクターとなっている。また、インフラに特化した短期計画（5年程度）の「National
5 Infrastructure Plan」が策定されている。具体的には18の戦略プロジェクトとして、北部地域の鉱業開発、ダーバン～フリーステート～ハウテン間工業などの回廊開発、自治体インフラ計画の統合、都市計画・公共交通計画の統合などが進められている

ナイジェリアの「Nigeria Vision20:2020」は、現在、実施履行されている
10 唯一かつ最上位の長期的開発計画（2009～2020年）である。セクター別開発計画などの各種計画も、これに適合するものとして策定される。「National Implementation Plan」は、「Vision20:2020」を実施履行するための、より具体的な戦略、政策、計画およびプログラムを規定する中期的開発計画であり、2010年から2020年までを「2010年～2013年」、「2014年～2017年」、「2018
15 年～2020年」の3期ごとにそれぞれ採択される。

これはほんの1部の例であり、他の国、例えば、ミャンマーでの社会経済開発計画、パキスタンでの国家開発戦略計画としての「Pakistan in the 21th Century : vision 2030」、メキシコでの「国家インフラ計画」、ブラジルでオリンピックに向けてのインフラ整備計画など、アフリカ地域からアジア地域、南
20 米地域まで全世界で政府によって社会インフラに関する計画が出されており、このようなことから社会インフラの需要が見受けられる。しかし、これらの新興国は、社会インフラ整備計画を出しているがそれを実現することのできる技術を持ち合わせていない。一方、日本は我々が過ごしてきたように、交通、通信、エネルギーなどの社会インフラが整っており素晴らしい技術を持ち
25 合わせている。そこで、技術を持ち合わせていない新興国の計画に応えるために企業はビジネスを行うことによって、企業としての利益が上昇するとともに、社会的価値、企業価値の増加が見込めるだろう。

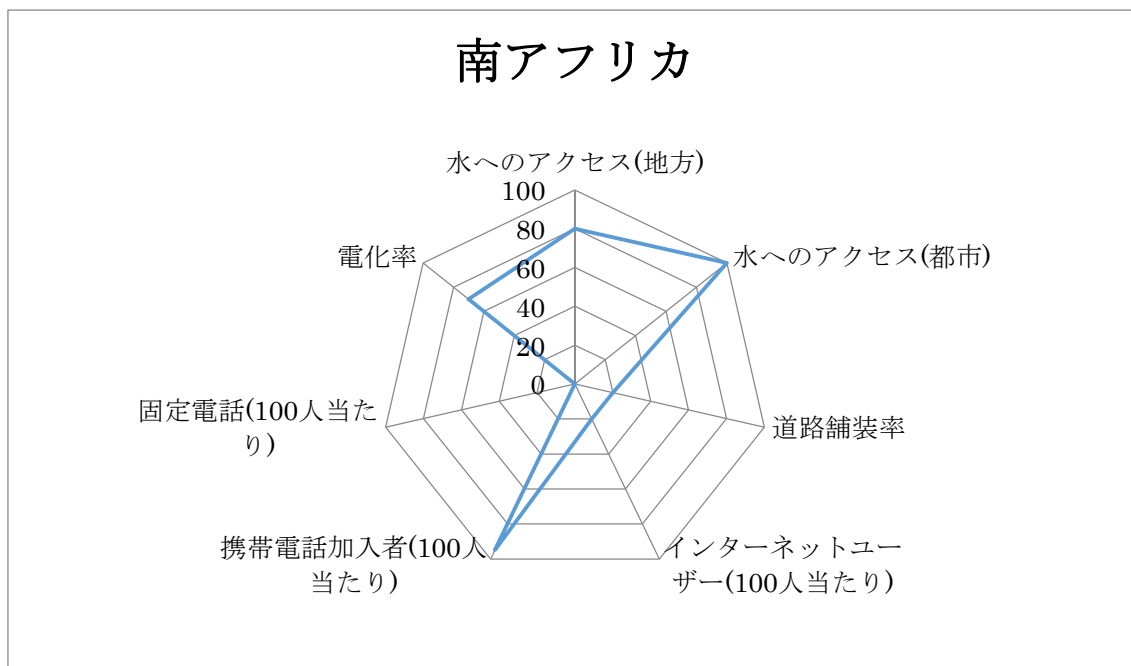
また、社会インフラの需要が国によっても多種多様である。どの国にどのインフラが普及していてどのインフラが普及していないかを表したものが下の図
30 である。

図表 11 インドインフラ整備現状



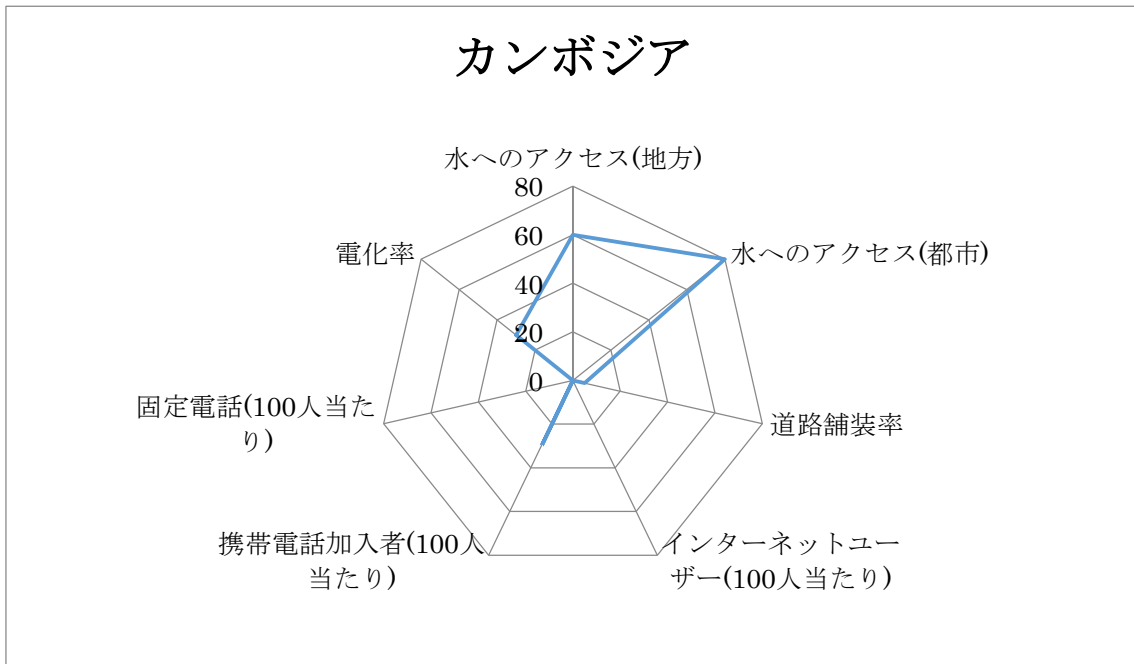
出所：伸びゆく市場の獲得(新興国市場開拓) 通商白書より坂本ゼミ作成

5 図表 12 南アフリカインフラ整備状況



出所：伸びゆく市場の獲得(新興国市場開拓) 通商白書より坂本ゼミ作成

5 図 13 表カンボジアインフラ整備状況



出所：伸びゆく市場の獲得(新興国市場開拓) 通商白書より坂本ゼミ作成

10 上の図を見て分かるようにインドでは、水へのアクセスは約 90%、電化率は約 70%とある程度整っているが、道路舗装率が約 50%、インターネットユーザーが約 10%とまだまだ整備が必要な状況にある。南アフリカも水へのアクセスが約 90%、電化率約 60%でインドと大差ないが、道路舗装率が 20%と非常に低い。またインターネットユーザーも 20%とこちらもインドと同様に整備が必要な状況である。カンボジアは水へのアクセスもインドや南アフリカに比べると低く、道路舗装率、インターネットユーザーが 0%~10%と圧倒的に低くイン

15 フラの整備が必要である。

このような各国のインフラ整備状況と各国のインフラ整備計画を見てもインフラ需要が高く、企業にとっては利益、企業価値を高めることが出来る可能性が十分にあることが分かる。

3. 社会インフラビジネス事例

次に実際に社会インフラビジネスを行っている企業である丸紅株式会社について見ていく。

丸紅株式会社とは、1958年創業で、国内外のネットワークを通じて、食料、
5 繊維、資材、紙パルプ、化学品、エネルギー、金属、機械、金融、物流、情報
関連、関連建設などの広範な分野において、輸出入および国内取引のほか、各
種サービス業務、内外事業投資や資源開発等の事業活動を多角的に展開してい
る会社である。丸紅は世界各地で長年培ってきた経験や知識を生かしてインフ
ラビジネスに取り組んでいる。例えば、海外における独立系発電事業のほか、
10 総合事業、再生可能エネルギー、各種プラント建設事業、交通プロジェクト、
産業機械、環境ビジネス等非常に多様なインフラビジネスに取り組んでいる。
また、丸紅が行っているインフラビジネスにおける3つの特色として挙げられ
ることは1. 半世紀に及ぶ経験を生かした技術とノウハウが蓄積されている 2.
インフラビジネスには必ず相手がいる 3. モノを作り上げるために、国内に
15 とどまらず、海外のエンジニアリング企業やメーカーとの良好な関係というも
のである。

丸紅の最近のインフラビジネスの取り組みについて見てみると、例えばフィ
リピンにおける火力発電所の増設がある。これは、丸紅株式会社と東京電力株
式会社が、フィリピン共和国において共同で事業運営している **Team Energy**
20 **corporation** がパグビラオ石炭発電所を増設しているものである。また、カン
ボジアにおいては石炭火力発電所を保有・運営する **Cambodian Energy**
Limited と送電変電設備を保有・運営する **Cambodian Transmission Limited**
双方の持ち株会社の株式 20%を取得する株式売買契約をして発電事業を手掛
け 2013年に商業運転を開始した。

25 このように、丸紅株式会社は社会インフラが不足しており必要としている国々
に対して長年の経験と知識から得た技術を通して社会インフラビジネスを行っ
ている。また、ビジネスを行っていくうえで1企業だけでは、現地の法律、文
化、環境などさまざまな課題に対応するには不十分であるため、現地の企業や、
現地に詳しい日本企業と合同で事業に着手している。社会インフラビジネスを
30 成功させていくうえで重要なことは、丸紅のように長期的な計画をもち、企業

独自の技術を生かすために、現地の法律、文化、環境を理解した企業と協力しビジネスを行っていくことだろう。その結果、企業価値が上昇するとともに、世界的に企業の活動・名前が知られることで国内投資家だけでなく海外からの投資家の投資が増え日本の証券市場の活性化が期待できると考える。

5

第4章 まとめと今後の課題

10

第1節 まとめ

以上のように、現在の日本は貯蓄に偏り投資が少ない。本テーマの市場活性化の定義である、「企業の資金調達における更なる証券の利用」、「家計の貯蓄から投資へという動きを促進させること」それらを、我々は企業からのアプローチにより、投資環境を整えることで証券市場の活性化を目指した。証券市場では、発行市場・流通市場の両方に様々な課題が有り、具体的な解決方策として、ROEの引き上げによる株価の上昇、ガバナンス強化、企業価値の向上を我々は提案した。

まず、発行市場での企業の課題は、企業の上場数が増えていないこと、企業の証券発行数が増加していないこと、増資に伴って1株あたりの株主価値の希薄化があげられる。また、日本の発行市場に魅力がない理由として、市場成長率の低さ、高い技術を持っているがニーズを的確に理解し販売に結びつける能力・体制が整っていない、小規模な類似の事業者が互いに共有化できる有形・無形の固定資産を持ちながらも、それらを共通化しないため効率が悪いといった点があげられる。これらを改善させることで、国内・海外企業ともに上場数が増加し、日本に魅力的な企業が増えるだろう。さらに海外の機関投資家も呼び込み、流通市場の活性化にもつながると我々は考える。

流通市場での企業の課題は、当該株式の信用力を上げ、業績の向上による株価の上昇を目指すことである。そのための方策として効率の良い経営を行い、

ROE を引き上げることで株価を上昇させることがあげられる。そういった企業が増加していくことで証券市場に資金が流入することが予想される。

しかし、ROE が高いことがそのまま効率の良い経営が行われているとは言えない。見かけだけの ROE の上昇に終わらせないためには、大前提として売上

5 の増加が必要である。

具体的な ROE を引き上げるための方策として、我々は3つ上げてきた。まず1つ目は、アウトソーシングである。内部化優位が得られなければ、得意部門に特化し苦手な部門に関しては当該部門に専門性を有する企業に委託し、コストを削減することが可能である。それにより、企業の純利益や ROE、株価の

10 向上につながり、企業・投資家双方にメリットをもたらすであろう。2つ目は、自社株買いである。株主利益を増加させ株主価値を向上させると同時に、遊休資本を有する企業には効率の良い運用方法となり ROE を引き上げることができる。しかし同時にインサイダー取引の可能性があるため注意が必要である。

3つ目は、証券化である。保有している資産を証券化することで企業は資金を
15 調達することが可能であり、また、オフバランス効果によって ROA や ROE を引き上げることが可能となるが、証券化商品の複雑性は世界的な金融不全を起こしかねない。こういった事態を避けるためには、格付け機関による評価が、実際の価値と乖離しない様行われる必要がある。

日本企業が ROE を高めるような効率的な経営を実践していくにあたって、
20 社外取締役の義務化、取締役会の多様化といったガバナンス強化が重要であると我々は考える。社外取締役が義務化すれば、内部留保や配当金に対する意識も変わり、内部留保を増やそうと言う安定志向の考えから、積極的な投資に回そうという効率的な考えに変わり、設備投資や人材に対する投資も増えていくのではないだろうか。また、利益を配当に回す機運も高まり、株価を押し上げ
25 る効果も期待できる。取締役の多様化は、市場ニーズを把握したり、企業の経営体質を改善したりする際に重要なファクターとして働き、最終的にそれは効率的な経営や企業価値の向上につながると考える。

業績以外で証券市場を活性化させるには、企業を魅力的にし、企業価値を高めることが重要である。野村證券が行った個人投資家向けのアンケートでは、
30 投資を行う際に重視する項目について、業績の見通しに次いで2番目に事業内

容を重視していることが分かった。そのため私たちは事業内容に焦点をあて、第6次化産業・社会インフラビジネスを上げることができた。

5 現在上場している企業である食品産業や観光産業等の2次・3次産業による農林漁業（1次産業）への参入によって付加価値を増大するとともに、地域の雇用創出や、活性化に貢献することで社会的価値が高まり企業価値が増大することが期待できる。そうすることで、さらなる投資家の投資を促すことが出来るだろう。

10 新興国においては、急激な人口増加や経済発展などを背景として、大規模な都市開発やエネルギー、交通、水道などの社会インフラに対する需要が飛躍的に高まっている。そういった社会インフラに対するビジネスを行うことにより企業の社会的価値そして企業価値の拡大につながるのではないかと考えられる。また、グローバルに事業展開していくことで、海外からの投資家からの注目を集めることが可能となり、海外からの多くの投資を促すことが出来るのではないかと。

15 業績を上げることも大切であるが、社会的価値を上げることで魅力的な企業となり投資が増え、結果的に投資家が増えるといった良いサイクルが生まれるのではないだろう。

よって、証券市場の活性化は、ROEの上昇による株価上昇、ガバナンス強化による利益体質への改善、企業価値を高めることで成し遂げられると考える。

20

第2節 今後の課題

25 ここまで、我々は企業に着目して述べてきた。しかし証券市場の活性化へと繋げるためには、企業だけでなく、投資家や銀行、証券会社、証券取引所における課題も無視することは出来ない。

・投資家における課題

30 アメリカの家計の資産構成のうち、現金預金が13%であるのに対し、日本は50%と、非常に大きな割合を占めている。日本の個人投資家を増やすためには、

この貯蓄志向を変え、投資を促す必要性がある。

図表 13 性別・年代別・投資経験別投資意識アンケート

		(n=)	よくわからない (知識がない)	投資にまわす 資金がない	リスクが高い	投資する タイミングでない	以前、投資をして 損失を出したことが ある	証券会社や 金融機関と 取引したくない	(%)
全体		1,273	61.8	35.4	21.9	11.2	9.9	1.6	
性別	男性	683	50.2	40.7	21.5	15.4	12.6	2.2	
	女性	581	75.7	29.8	22.2	6.2	6.5	0.9	
年代別	20代以下	199	78.4	44.2	14.6	4.0	1.0	0.5	
	30代	285	76.1	33.0	20.0	6.7	2.8	1.8	
	40代	224	62.9	40.2	19.2	9.8	6.7	0.9	
	50代	211	56.9	28.9	22.7	15.2	13.7	1.9	
	60代以上	340	41.8	33.2	29.7	17.6	20.9	2.4	
証券投資 経験別	投資家	-	-	-	-	-	-	-	
	投資経験者	328	20.1	36.0	22.9	23.2	35.4	2.4	
	投資未経験者	945	76.3	35.2	21.6	7.0	1.1	1.3	

スコア : 全体より10ポイント以上高いスコア スコア : 全体より10ポイント以上低いスコア

出典：日本証券業協会ホームページより引用

- 5 投資日本証券業協会のアンケート調査によると、証券投資を行っていない人の証券投資に対するイメージで、最も多かったのが「よくわからない（知識がない）」(61.8%)であった。次いで、二位が「投資にまわす資金がない」(35.4%)、三位が「リスクが高い」(21.9%)という結果が出ている。個人投資家を増やすには、証券投資に対する難しいイメージを無くし、関心を抱かせなければならない。そのため金融教育を充実させ、知識をつけることが最も重要である。
- 10 また、「投資にまわす資金がない」「リスクが高い」といったイメージを払拭するためには、リスクヘッジの方法や、少額からでも投資は可能であるということ
- 15 を、これまで以上にアピールする必要がある。リスク分散や少額投資に適しているのが、投資信託である。投資信託とは、多数の投資家から集めた資金を株式や債券などに分散投資をする仕組みのことで、小口投資、分散投資、専門家による投資、高い透明性といったメリットが挙げられる。一万円程度から始めることができ、複数の銘柄に資金を分ける分散投資をすることでリスクを分散
- 20 することができる。さらに、投資先銘柄の選択から、リスクを減らすための組み合わせなど、手間や時間がかかる作業を投資家に代わって運用のプロが代わりに行ってくれるため、専門的な知識がないことを理由に投資に踏み込めない

個人投資家のひとでも投資を始めやすい。

・銀行や証券会社における課題

- 2008年のリーマンショックに繋がる原因となったのが、サブプライムローン問題である。サブプライムローン問題とは、住宅バブル崩壊による一連の世界的な金融・経済危機のことをいう。主に米国のサブプライムローンを組み込んだ証券化商品の不誠実な信用格付け、証券化商品の不良債権化と、その証券化商品の価格暴落などが原因として発生した。このような問題を繰り返さないためにも、投資家に提供される情報や商品の信頼性を高めることが求められる。
- 5
- 10
- また、我が国の社債市場をみると、約8割の社債には社債管理者が設置されていないという現状がある。さらに社債管理者の権限の具体的な内容や会社法の善管注意義務の範囲が必ずしも明確にはなっていない。しかし米国市場をみると、役割と義務が具体化・明細化されており、債券市場の活性化につながる要因となったと言える。我が国でも、その役割・義務の範囲の明確化を図る必要
- 15
- があるだろう。

・証券取引所における課題

- 証券取引所の課題として、海外企業の上場数が少ないことが挙げられる。外国株式のメリットには、「日本にはない魅力的な企業への投資が可能」、「為替差益を得られる」、「国際分散投資」といったものがある。ではなぜ海外の企業は市場へ参入してこないのか。かつては約125社の海外企業が東証に上場していた。しかし東証に上場するためには、必要な書類はすべて和訳しなければならない等の規則から、余計なコストが生じてしまっていた。また、そもそも日本の証券市場では資金が集まらないという根本的な問題もあった。したがって日本
- 20
- 25
- 日本の証券市場に参入するメリットがなく、結果2007年には海外企業の上場数はわずか27社になってしまった。そこでようやく、海外企業が上場する際の負担を減らすよう規則を改めるも、既に日本の市場はメリットがないという考えをもたれてしまっているため、効果はなく、現在の上場数はわずか11社である。海外企業に参入してもらうには、国内の投資を促し、海外からの日本市場
- 30
- のイメージを変えることが求められる。

よって我々は今後、これらの残された課題を解決していく必要がある。

5 参考文献

- ・三井不動産リアルティ
<http://www.rehouse.co.jp/toushi/knowledge/002.html> (2014年10月19日)
- 10 ・国土交通省 <http://tochi.mlit.go.jp/chiiki/securitization/doc1-1.html>
(2014年10月19日)
- ・PRESIDENT Online <http://president.jp/articles/-/10002> (10月18日)
- ・日本銀行調査統計局 <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
(2014年10月15日)
- 15 ・日本証券業協会 http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/
(2014年10月16日)
- ・東京証券取引所
<http://www.tse.or.jp/listing/companies/b7gje6000000pj9r-att/b7gje6000000pjqx.pdf> (2014年10月10日)
- 20 ・The Wall Street Journal
<http://jp.wsj.com/articles/SB10001424052702303996604579365813139786966>
(2014年10月15日)
- ・「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築
25 ～」伊藤レポート 中間論点整理
<http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140425007/20140425007-4.pdf>
(2014年10月20日)
- ・女性の消費について
<http://www.meti.go.jp/policy/economy/jinzai/diversity/kigyos100sen/practice/pdf/20131216.pdf>
30 pdf/20131216.pdf (2014年10月25日)

- ・ 日本企業の社外取締役数
<http://www.tse.or.jp/listing/yakuin/b7gje6000000jc8k-att/b7gje6000004qeg.pdf>
 (2014年10月25日)
- 5 ・ アメリカ企業の社外取締役比率
http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0CDAQFjAD&url=http%3A%2F%2Fwww.cfasociety.org%2Fjapan%2Fpublications%2FSORM-JP.pdf&ei=4axRVKzCGIre8AX264DgBw&usg=AFQjCNG4seEJxOzRuZXvBrNVW8Hft7RC-Q&sig2=kgWcQNC_8RhIKgasIafwbQ&bv_m=bv.78597519,d.dGc&cad=rja (2014年10月25日)
- 10 ・ 女性雇うメリット <http://u-note.me/note/47486336> (2014年10月25日)

・ 野村証券 <https://www.nomura.co.jp/terms/english/r/roe.html> (2014年10月25日)

・ 日経新聞 <http://www.nikkei.com/markets/ranking/keiei/roe.aspx> (2014年10月25日)
- 15 ・ 富士通総研
<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/report/china-research/topics/2007/no-56.html> (2014年10月20日)

・ 野村証券 6次産業化の実践モデル
http://www.nomuraholdings.com/jp/company/group/napa/data/20140401_a.pdf (2014年10月17日)
- 20 ・ 農林水産省 6次産業化先進事例
<http://www.maff.go.jp/j/shokusan/sanki/6jika/jirei/pdf/100jirei.pdf> (2014年10月17日)
- 25 ・ 日本経済新聞 未来を読む
http://www.nikkei.com/article/DGXNASFK1902F_Z10C14A5000000/ (2014年10月11日)

・ 伸びゆく市場の獲得(新興国市場開拓) 通商白書
http://www.meti.go.jp/report/tshaku2013/2013honbun_p/pdf/2013_02-02
- 30

- 01.pdf(2014年10月15日)
- ・丸紅 インフラ社会を作るー
<http://www.marubeni.co.jp/csr/feature/201307/infrastructure/>(2014年10月20日)
- 5
- ・産経 WEST
<http://www.sankei.com/west/news/140813/wst1408130002-n1.html>(2014年10月20日)
 - ・日経 Biz アカデミー「グローバル経営(3) 海外生産に3つの優位性」
<http://bizacademy.nikkei.co.jp/management/mba/article.aspx?id=MMAce6000015092011> (2012・5・22)
- 10
- ・野村インベスター・リレーションズ『個人投資家調査』
http://www.nomura-ir.co.jp/research_topics/private_investor/pdf/201207.pdf
- 15
- ・山口隆英「多国籍企業の成長に関する理論的課題ー多国籍企業理論の観点からの展望ー」商学論集 (1998・8)
 - ・明治大学経営学研究会『経営学への扉』 白桃書房 (2012・4・26)