



日本のリターン革命

(商号)メリルリンチ日本証券株式会社金融商品取引業者

(登録番号)関東財務局長

(金商)第186号

(加入協会)日本証券業協会、金融先物取引業協会

—日本経済の持続的成長に向けた株式投資家の役割—

2014-02

>>当該アナリストはMLPF&Sの米国外関連会社の役職員であり、FINRAには登録していません。

特定の業務管轄地域において本レポートの発行に責任を負っている特定のBofAメリルリンチ企業に関する情報は「その他重要開示事項」をご覧ください。

BofAメリルリンチは、当社が発行する調査レポート中で言及する企業と取引関係があるか、または取引関係を結ぶ意向があります。結果としてメリルリンチに利益相反が発生し、本レポートの客観性に影響する可能性があることを念頭において投資を検討されるようお勧めします。本レポートは投資を判断する際の一つの要素にすぎないことを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

53-59 頁に重要開示事項を掲載。

リターン革命とは

- 「リターンを返す」という意識を持つ（意識改革）
 - 企業が経済社会に適切なリターンを返すことを意識し実行する
 - 結果としてROE（リターン・オン・エクイティ）が重要な指標となる
 - 企業も株主も「成長神話」から脱却し「適切なリターンを供給する」視点を持つ
 - 現代の株式会社の存在意義は、価値を生み出し株主を通じて経済社会に還元すること
 - 「赤字でなければよい」「利益が成長すればよい」からの脱却
 - 内部留保への夢と希望（キャピタルゲインすなわち企業価値向上）と配当でリターンを返す
 - 企業と株主が適切にコミュニケーションを行う
- 日本企業のマージンとROEの上昇
 - 少子高齢化とグローバル化の中で生き残るため
 - 「規模と安定」よりも「効率と成長」を求める価値判断が必要に
 - 内部留保は株主の「新規投資」であることに気づけばよい → ROEは結果の表現として重要
 - 平均すれば日本以外の先進国（北米、欧州、アジアを含む）のROEとマージンは日本のおよそ2倍
 - 規模重視から価格戦略重視への転換：経営の打ち手で付加価値を生み出す
 - 商品開発、ブランド力、従業員モチベーションの向上、生産ラインの改善
 - 企業の存在意義は、事業ドメインに示されている → 顧客第一主義と両立
 - 付加価値の生み出し方は日本型経営でもなんでもよい → 終身雇用など慣習はすぐには変わらない

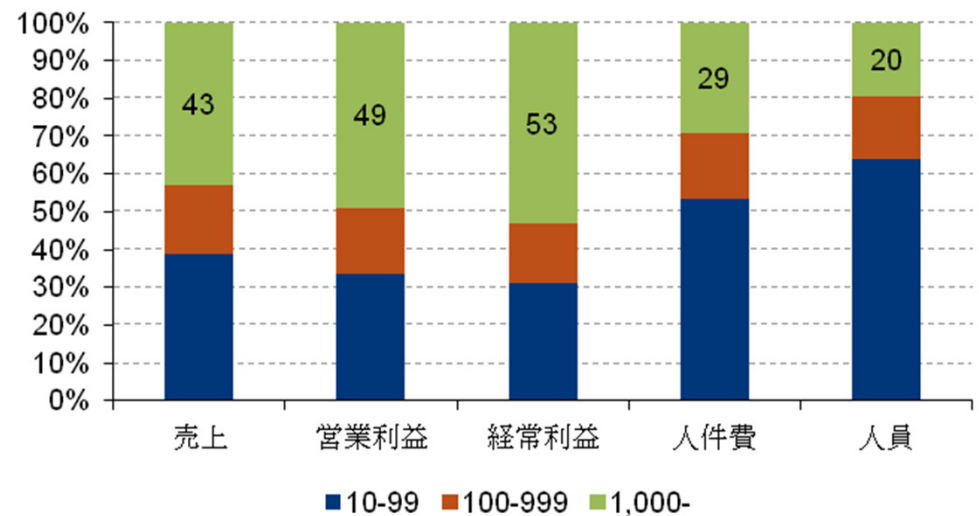
株式市場、上場企業、経済

日本企業自らが収益力を高めなければ、
長期的に日本経済が発展し豊かになる
ことはできない

- 少子化とグローバル化が背景
 - 成長と分配（配当）により、企業が今よりも高いリターンを経済社会に供給する必要
- 経営者だけが企業の収益を高めることができる
 - 商品開発、ブランド力、従業員モチベーションの向上、生産ラインの改善など
 - 名目GDP (2011年度)に占める民間法人企業の所得の比率は12.9%、雇用者報酬は社会保障費など含めて70.7%、合わせて83.6%が企業が生み出す付加価値
- 収益力が高いことと「規模」と「安定」を目指すことは両立しにくい
 - 「効率」と「成長」（株主の視点）が含まれることが有益

■ 大企業の重要性（シェア、%）

- 上場企業の価値観の変化が重要に
- 資本金1,000万円以上の約100万社、そのうち資本金10億円以上の法人は6,000社程度。従業員数シェア20%で営業利益のおよそ半分を稼ぐ。



注：法人企業統計（財務省）資本金規模別（百万円）
出所：INDB、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

上場企業の株主の重要性が高まる

■ 株主の視点が有用：「効率」と「成長」へ

- 高い収益性や成長を純粹に求める経済主体は、株式会社を中心とした資本主義では、株主しかない
 - 一株当たりの価値が重要なので、効率を重視
 - 固定金利と償還金ではなく、成長に応じた配当を受け取る意味で、成長を重視

■ 株主は企業と対話する必要がある

- 株主はリスク負担に応じたリターンを「要求する」主体として社会的責務を負う
 - 株主万能、株主至上、市場万能、という意味ではない
- 株主が外部者である前提なので、対話とは経営の詳細に介入することではない
 - 利益率の競合他社比などを通じて効率や成長の夢と希望の評価を提示する
 - ファイナンスの観点から適切なリターンが提供されているかを効率や成長期待の評価として提示する
 - 株主共同の利益が追求されているかをモニターする
 - 投資のプロである機関投資家に重要な役割（スチュワードシップ）
- 経営者が説得力を持って説明と利害調整を行うことが重要

■ 株式会社制度を有効に利用し、企業が高い効率を実現すれば、経済社会は豊かになり、株主は高いリターンを得る

- 株価やROEの上昇は目的ではなく成果

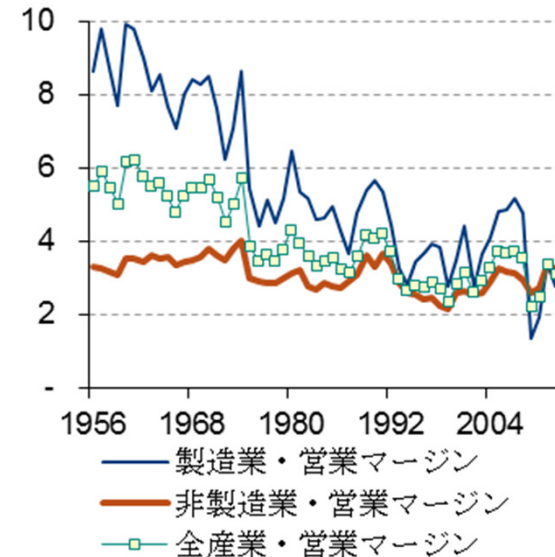


日本の危機（低ROE・低マージン）

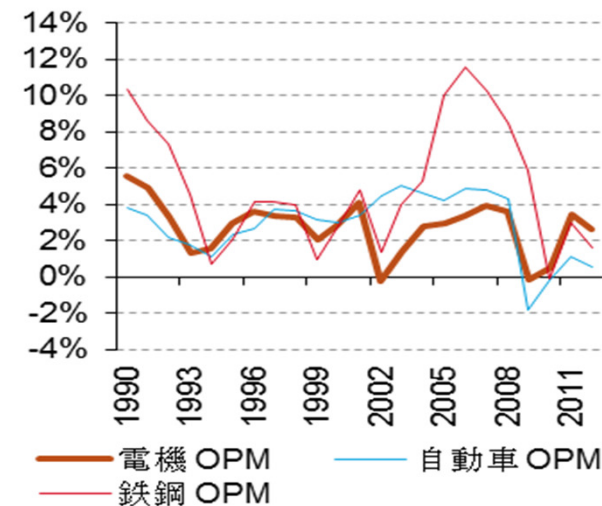
マージン低下はオイルショック後から

- オイルショック以後、日本企業のマージンは趨勢として低下
 - 円の動きと製造業のマージンの推移は似ている
 - 一方日米の物価上昇率格差は大きいため為替が主因とは言い難い
- 民間資金が不足していたため、政府や銀行が中心となって資金供給
 - 返済能力重視 → 規模や安定 > 成長や効率
 - 固定配当慣習 → 返済能力を高める
 - 株主に適切なリターンを返すことが軽視された
- 結果として、成長神話（誤解）が生まれる
 - 赤字でなければよい
 - 利益が増えればよい
 - 内部留保と配当政策の重要性の無視
 - バリュエーション（企業価値）の理解不足
 - リターンが重要
 - 内部留保は既存事業のROE以上の事業に投資する持続的（サステナブル）な成長の源泉、すなわちキャピタルゲインとして株主に供給されるはず

営業マージンの推移（％）



主要製造業の営業マージン推移



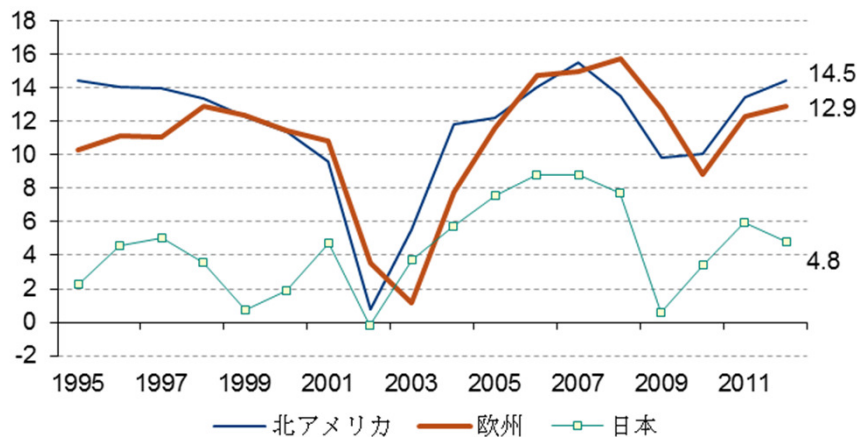
注：法人企業統計（財務省）全規模

出所：INDB、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

グローバル化と少子高齢化にもかかわらず

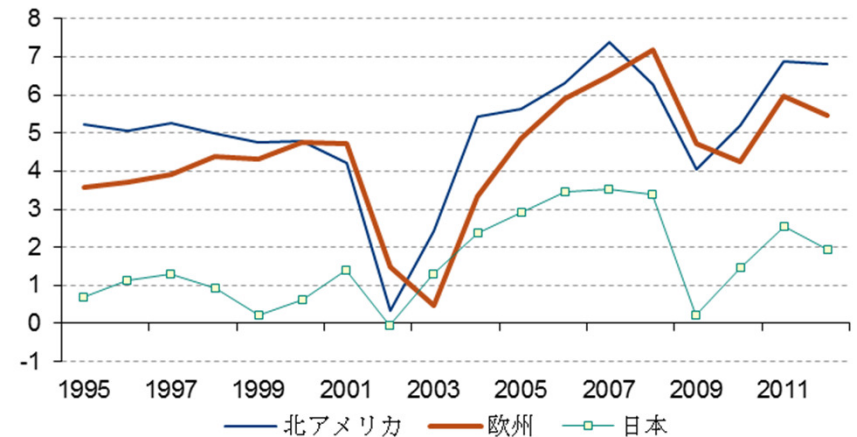
- 世界主要企業のROEを比較すると、日本企業のROEは全体として低い
 - マージンの低さでほとんど説明できる
 - 世界的な景気サイクルと関係なくいつも相対的に低い
 - 2002-07年ごろの回復力が遅い（固定費が原因ではない可能性が高い）

ROE推移(%、金融を除く)



注: Net income合計 / Equity合計

マージン(%、金融を除く)



注: Net income合計 / Net sales合計

出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

- 18年間で約221,424銘柄（12,301社／年）金融を除く世界の主要企業を分析対象
- 社数の比率は、北米42%、欧州33%、日本25%
- ROEの算出は、企業ごとのROEの平均ではなく、対象企業すべての利益合計をすべての資本合計で割る

日本の低マージンの理由

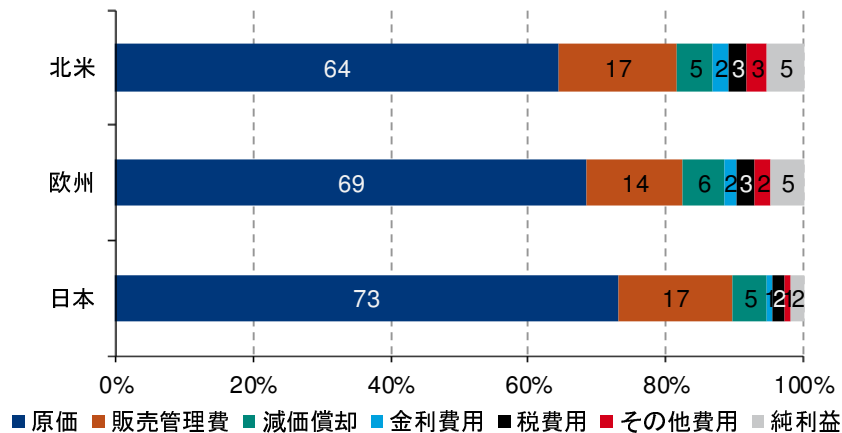
■ 日本の低マージンの理由は安い売値

- 価格戦略とはマージンを維持できる財・サービスを提供すること（高価格品とは限らない）

⇒ 経営戦略としては、コスト削減以上に、価格戦略を強く意識することが望ましい

日本と世界の企業のコスト構造比較

(1995-2012)



出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

- 日本企業が売上に対して高い比率で支払うコスト

⇒ 製品や商品の原価

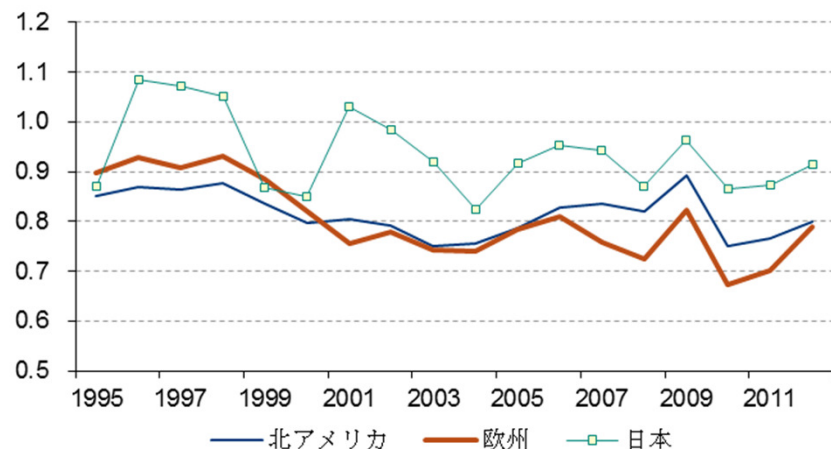
販売管理費や減価償却費ではない

- 日本とIFRSや米国GAAPとの最大の違い(のれん償却の有無や非継続事業のEPSからの削除の有無)

⇒ 長期の合算ではそれほど大きな違いをもたらしていない

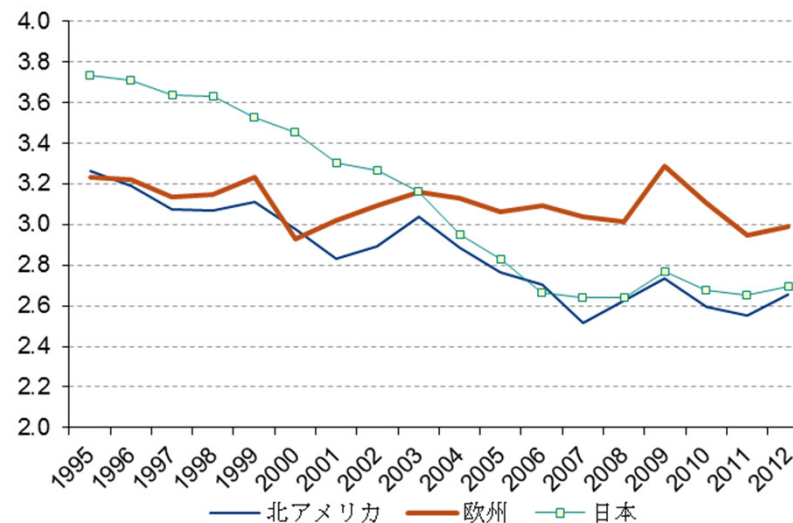
低マージンは価格戦略の結果

資産回転率(倍、金融を除く)



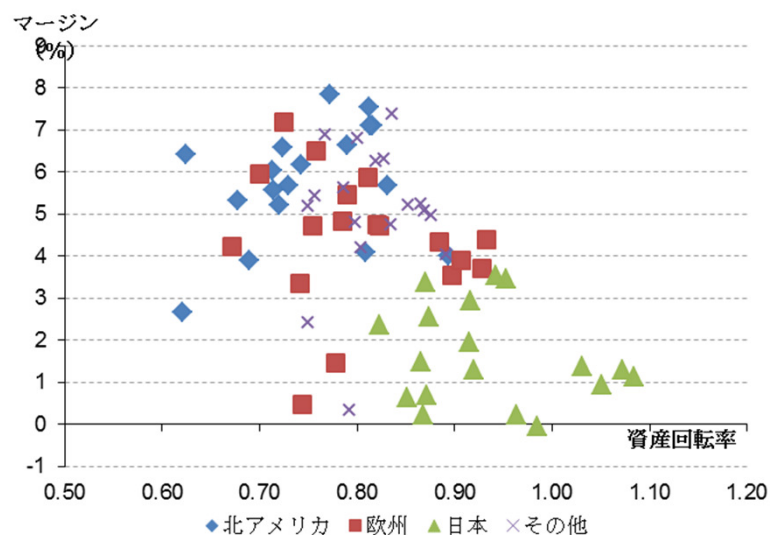
注: Net sales合計 / Total Assets合計

レバレッジ(倍、金融を除く)

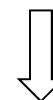


注: Total Assets合計 / equity 合計

マージンと資産回転率の関係(金融を除く)



日本は資産回転率が高いがマージンが低い傾向
売上を高くするためにマージンを失いすぎている
(規模・量重視)



価格戦略に課題

世界のセクター別マージン

- 経済サイクルや産業構成に関わらず日本の低マージン傾向は強い
- どのセクターでもマージンが低いことから、日本の産業構造（例えば過当競争体質にある国内サービス産業が大きいなど）が低マージンの理由とはいえない

セクター別マージン比較（1995-2012）

EBITDAマージン

業種	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	9.0	14.0	9.9	12.3
通信	29.9	32.1	32.3	40.2
耐久消費財	9.8	13.3	10.2	11.0
非耐久消費財	8.2	18.1	15.8	13.7
消費者サービス	10.7	22.3	13.8	20.9
流通サービス	3.2	3.6	4.5	4.1
電子技術	10.6	13.9	10.8	11.0
エネルギー資源	5.7	19.5	16.6	13.8
医療サービス	9.2	9.9	16.2	17.7
医療技術	19.6	27.1	24.0	15.0
工業サービス	3.6	16.6	8.4	7.7
その他	1.6	15.7	9.5	16.1
非エネルギー資源	10.6	18.5	19.4	15.0
加工業	10.9	13.7	12.7	12.0
製造業（産業用）	9.0	16.6	9.9	11.1
小売業	5.9	7.6	7.0	7.5
技術サービス	15.1	21.7	11.6	14.4
運輸	14.4	16.0	11.7	14.6
公益事業	22.9	24.1	17.4	24.4

EBIT（営業利益）マージン

業種	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	5.4	9.2	6.6	8.0
通信	11.7	15.5	13.5	20.8
耐久消費財	4.7	7.7	3.6	6.3
非耐久消費財	4.7	14.7	11.9	10.2
消費者サービス	6.4	13.9	8.0	13.9
流通サービス	2.2	2.9	3.1	2.7
電子技術	5.1	9.2	5.6	4.9
エネルギー資源	3.5	12.6	11.5	9.2
医療サービス	5.9	6.9	11.0	11.5
医療技術	14.8	21.0	17.1	11.5
工業サービス	2.6	11.0	4.6	5.6
その他	1.2	8.1	5.6	12.4
非エネルギー資源	5.3	12.1	13.5	10.0
加工業	5.3	8.9	7.2	7.1
製造業（産業用）	4.4	12.7	5.8	7.5
小売業	3.8	5.5	4.4	5.1
技術サービス	8.9	15.1	7.0	10.6
運輸	7.4	10.2	6.0	7.7
公益事業	8.1	15.4	10.1	14.0

世界のセクター別マージン

セクター別マージン比較(1995-2012)

純利益マージン

業種	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	2.3	3.5	3.1	6.1
通信	4.8	6.5	2.7	14.3
耐久消費財	1.9	2.8	3.0	4.7
非耐久消費財	1.7	8.1	7.1	6.9
消費者サービス	2.0	4.0	4.1	9.9
流通サービス	1.3	1.4	1.5	1.7
電子技術	1.8	4.5	2.8	3.7
エネルギー資源	1.2	7.3	6.3	7.1
医療サービス	2.3	2.5	4.4	8.1
医療技術	8.0	12.0	12.0	9.1
工業サービス	-0.3	5.1	3.6	3.0
その他	-0.3	2.2	9.6	7.7
非エネルギー資源	1.8	5.4	8.2	6.4
加工業	2.0	4.6	4.1	5.0
製造業（産業用）	1.6	6.3	3.6	6.3
小売業	1.4	2.8	2.7	4.8
技術サービス	3.3	8.5	1.9	7.1
運輸	2.2	5.5	3.8	5.9
公益事業	1.5	6.5	6.4	9.0

税費用/売上比率

業種	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	2.4	2.3	1.8	2.1
通信	4.3	3.7	3.4	4.9
耐久消費財	1.9	1.2	1.4	1.3
非耐久消費財	1.7	3.9	3.0	2.5
消費者サービス	2.5	3.2	1.9	3.5
流通サービス	0.9	0.9	0.9	0.5
電子技術	1.9	2.4	1.6	0.8
エネルギー資源	1.9	5.0	5.6	2.7
医療サービス	2.6	2.1	3.1	3.2
医療技術	6.1	4.9	4.4	2.6
工業サービス	0.9	2.2	1.5	1.3
その他	0.7	0.3	2.7	2.2
非エネルギー資源	1.6	3.0	3.6	2.3
加工業	1.6	2.0	2.0	1.4
製造業（産業用）	1.7	2.6	1.7	1.7
小売業	1.5	1.7	1.4	1.8
技術サービス	3.6	4.8	2.5	2.1
運輸	1.9	2.7	2.1	1.3
公益事業	2.1	3.4	2.7	2.8

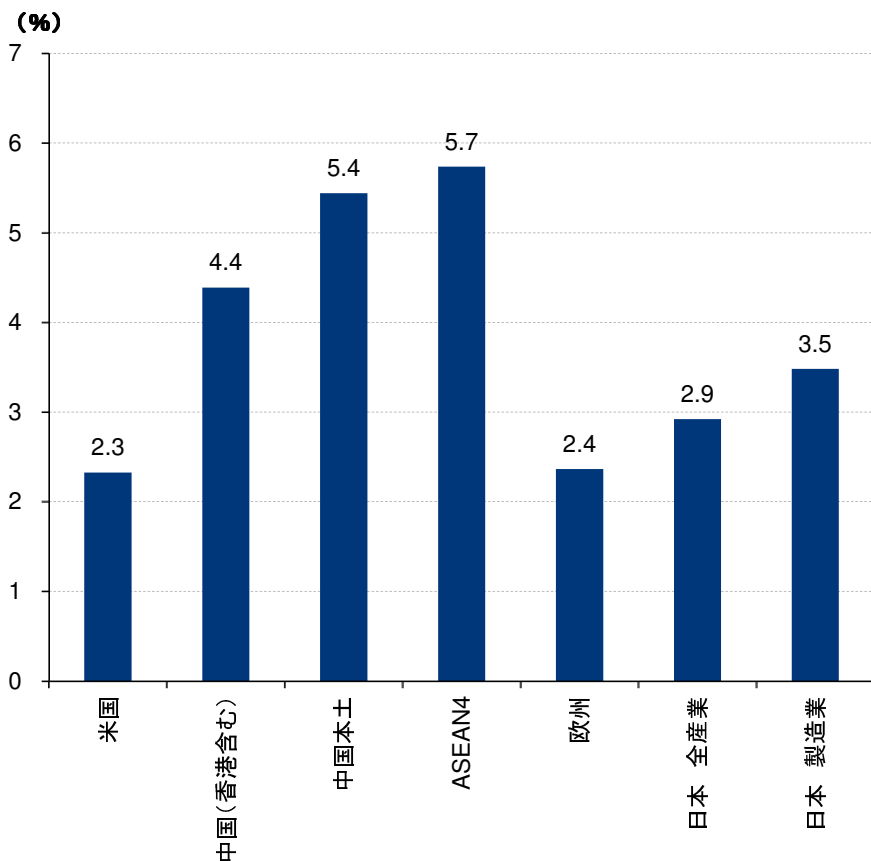
出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ



リターン革命の可能性

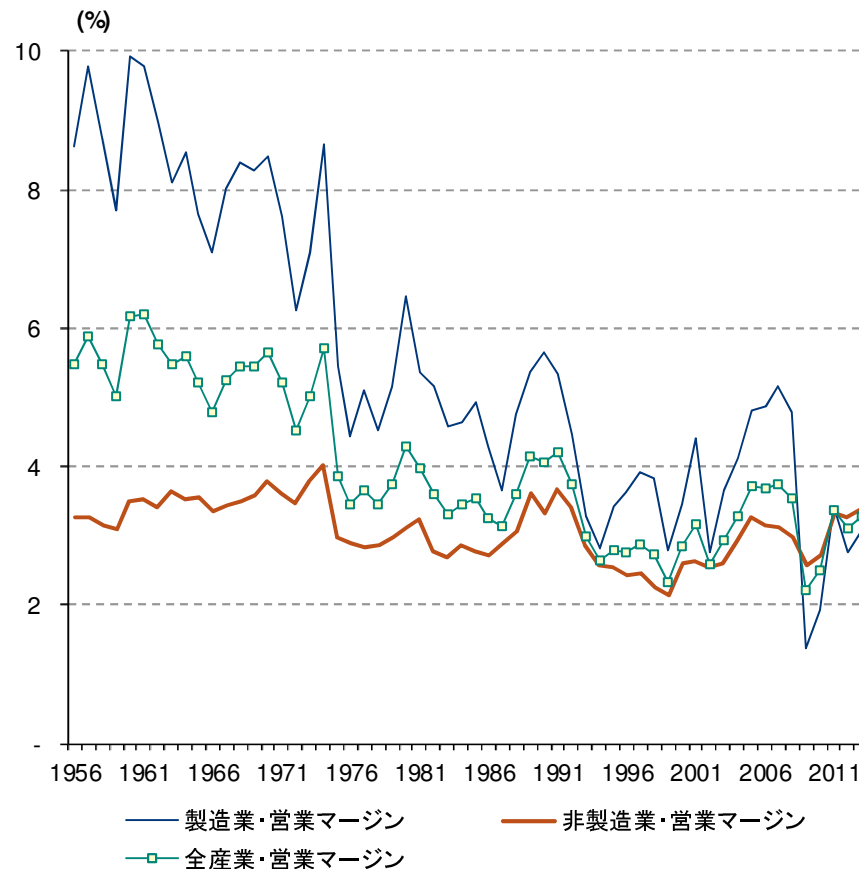
マージン改善の可能性

日本企業(海外子会社)経常利益マージン(2007-2011年度平均)



注: 海外事業活動基本調査、法人企業統計(日本)
出所: 経済産業省、財務省、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

営業利益マージンの危機感醸成



注: 法人企業統計
出所: INDB、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

政策支援

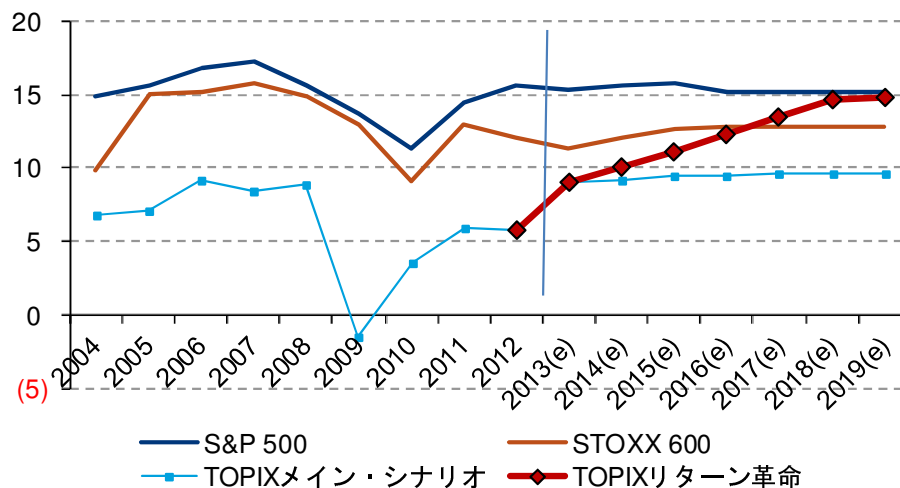
- 事業再編を促進する税制の創設(産業競争力法の中で)
- TPP (環太平洋経済連携協定)
 - 知的財産権保護
 - 独占禁止(合併)ルール
 - 農業改革のきっかけ
- 会社法改正: 社外取締役強化
- FSA: 日本版スチュワードシップ・コード
 - 機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たす
- METI: プロジェクト
 - 「持続的成長への競争力とインセンティブ 企業と投資家の望ましい関係構築」
(<http://www.meti.go.jp/press/2013/10/20131016001/20131016001-2.pdf>)

…ただし、もっとも重要なのは「意志」

日本のROEが欧米企業に匹敵する日

- リターン革命が順調に進む「ばら色のシナリオ」
 - TOPIXのROE 2019年3月期 14-15%
 - 2017年3月期 2,560（日経平均で31,000円程度）
- メイン・シナリオ
 - ROE 9.5%程度 TOPIX 1,840（日経平均で22,000円程度）

日本の「リターン革命」シナリオ（ROE推移と予想：％）



注：2013-15年度はIBES予想、2016年度以降は2004-15年度平均と想定、ただしrevolutionaryシナリオでは15%利益成長と60%還元率想定

出所：データストリーム、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

シナリオ詳細

■ 潜在成長率 1.6%

(雇用者報酬成長1%、GDPに占める雇用者報酬と民間法人営業余剰の比率を70.7%対12.9%)

⇒ 7%の企業収益成長、要求配当性向20%と仮定

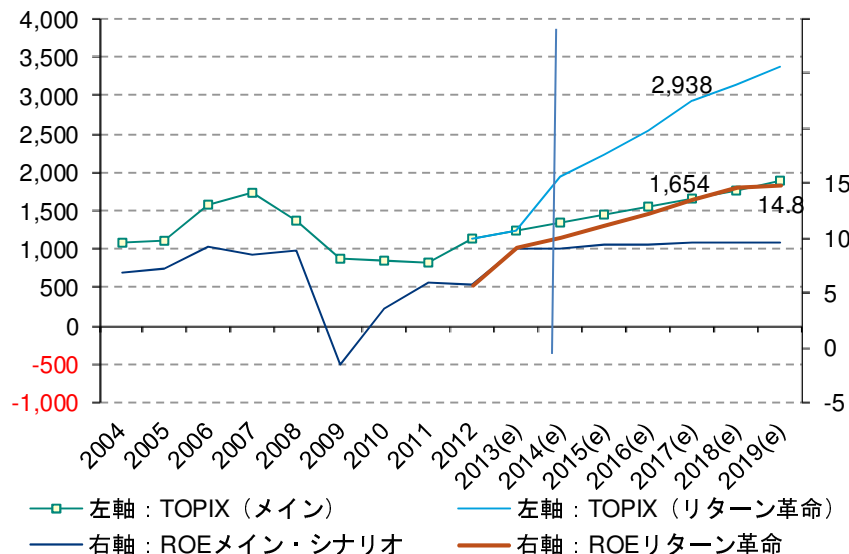
■ 潜在成長率2%回復の場合

2018年度までマージン改善で企業収益15%成長（その後潜在成長率のケースと同じく7%成長に戻る）

配当性向60%と仮定。15%成長によるROE水準訂正の時期が「革命」の期間に当たる。

日本経済が持続性を維持するために日本企業の革命的な変化が必要

ROEとTOPIXの長期シナリオ



メイン・シナリオ PER15.5倍

リターン革命シナリオPER15.8倍

注: 2013-2015年度はIBES予想、2016年度以降は2004-15年度平均と想定、
ただしrevolutionaryシナリオでは15%利益成長と60%還元率想定

出所: データストリーム、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

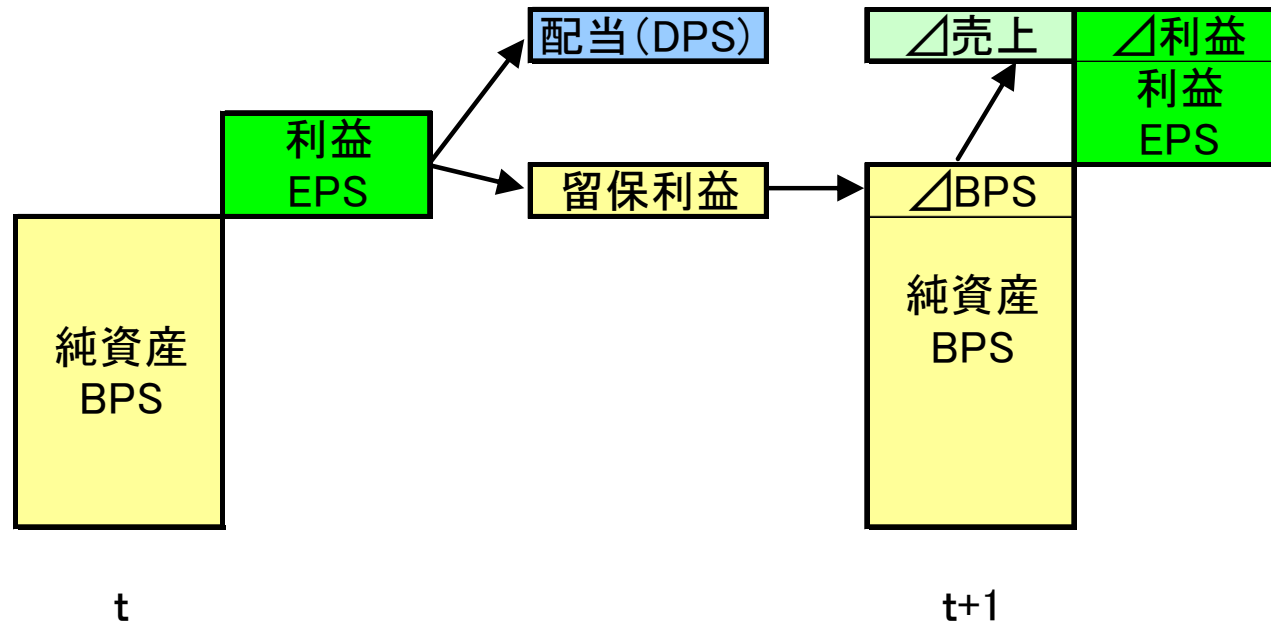
バリュエーションから考える： ROE、内部留保と配当、企業価値評価

バリュエーションの精神：内部留保と配当

- 内部留保は成長を「要求する」＝増資と同じ「価値関連性」
 - 配当が重要である理由： 配当しない利益は株主の新規投資 → 留保は成長を要求する
 - 少数株主の価格評価がファイナンスの意味でも合理的（一物一価）であるためには、買収が適切に行われる完全市場である必要
- $P = D / (k - g) = E \times (1 - \text{留保率}) / (k - g)$
 - D（配当）とP（株価）は比例しているように見えるが、実際にはD上昇＝g（成長率）下落
 - Dとgは互いに独立ではないと考えるべき
 - $g^* = \text{ROE} \times \text{留保率}$ → サステイナブル成長率
 - イノベーション以外で、「限界」は超えられない
 - E（利益）はノーマル（景気循環に左右されない、現在のキャパシティに余剰がない状態を想定）
 - ファイナンスの意味での持続可能性・持続的成長 ＝ 企業の存続可能性
- そもそも内部留保は「同じROEをあげる事業に投資する」としか仮定できないはず
 - それ以下はありえず、それ以上のためには、「同じ資産で多く」作る生産での発明、新販路での価格引上げ等が必要（資産回転率かマージンの向上＝イノベーション）
 - 投資家の要求以上にリターンを上げる → 事業領域の拡張、アニマル・スピリッツ

ROEと成長と配当の関係

- 留保が翌期の売上と利益を成長させる理由
 - 売上拡大のための在庫、仕掛品、原材料の増加、倉庫拡張など資産拡大が必要
 - 逆に、留保することはROEを維持する利益を得ることを「要求」する
 - 非営業資産となれば価値を創造できない
 - 株主にとっての持続可能性とは長期的なROEの維持

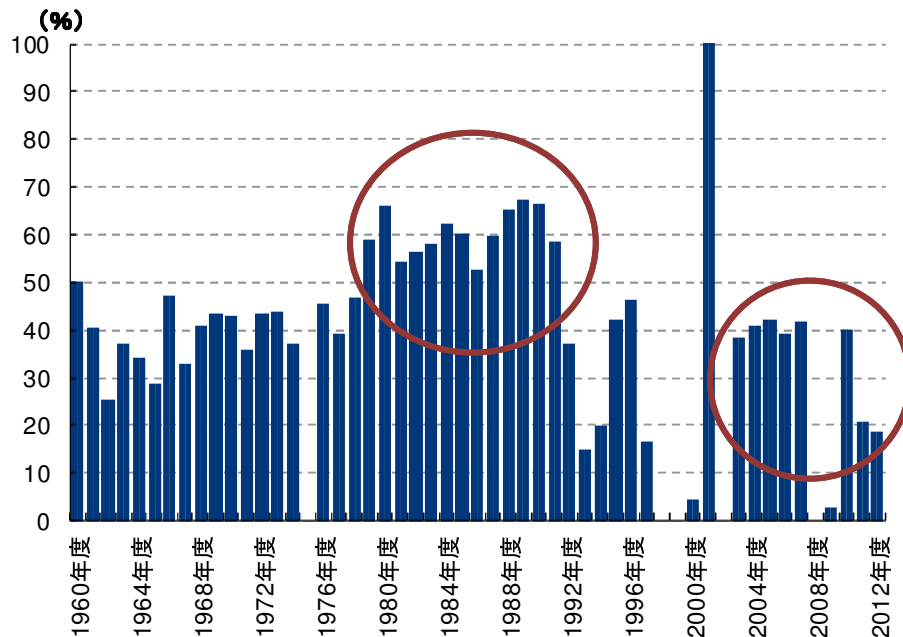


内部留保の無駄な積み上げは減少傾向

■ バブル時とは違う日本企業

- 日本企業は株主にさらに多くリターンを供給する力を持っている

内部留保率の推移



- 1980年代の内部留保率は(単独決算集計ベースで)60%程度
- 最近10年程度においてリーマンショックや大震災の時期を除き40%程度に
- 60年代と比較して、日本企業は負債を大幅に減少
 - 負債返済で内部留保の必要性が低下した
 - 株主に供給する力となる

注: 法人企業統計(単独決算、金融除く、資本金10億円以上)

出所: 財務省、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

少数株主保護

- 会社法：株主共同の利益の追求
 - 本来は、支配的か少数かで異なる利益、価値になっていないはず
 - 現実には少数株主を完全に保護することはない
 - 少数株主が全員賛成しなければ買収できないというほどに保護できない
- 現実には一物二価
 - TOB時の支配プレミアム、通常は少数株主ディスカウント
 - 完全市場は米国を含めて存在していない
- 財務行動で支配プレミアムをなくすことはできる
 - 利益の全額配当＝根源的買収防衛
 - 支配株主だけに帰属する非営業資産を持たない
 - 内部留保せずチャンスにおいて増資する
 - 現実には取引コストがかかる
- （結果として）TOBは少数株主が支配プレミアムを受けとる数少ない機会
 - なぜTOBされないのか、現経営陣は常に問われ続けている
 - 株式制度の基礎のひとつにリターンが適切に分配されるという「信頼」がある
 - 特定の株主への信頼だけを維持することは、それ以外の（少数）株主を保護していない

企業が現金を保有する問題

- 非営業資産
 - 現金が事業と同じROEをあげることはできない
 - 営業に必要な現金は営業資産
 - 将来M&Aや投資にするための蓄積（営業資産になる）する場合、「同じROEをあげる」ことを前提とできる必要がある → 適切な株価評価のために
 - 一物二価への道：支配株主になることでリターンを獲得する可能性
- 非営業資産は、少数株主がクレーム（請求）できない
 - 営業資産は利益を通じて配当になるが、非営業資産は利益を生まず処分もできない
 - 支配株主になって配当させるなどの必要がある
 - 一物二価 → ファイナンシャル・バイヤー、アクティビズムによるアジェンダの提示
 - 企業側のIRなどを通じた一般論の提示、社外取締役を通じた少数株主保護の制度的担保、などが適切な価値評価のために「要求されて」いるはず
- 内部留保は株主からの資金調達（新規投資）
 - 内部留保に希釈化のリスク
 - バリュエーションでは負債比率一定を想定
 - 無負債と非営業資産増大（一物二価）とは異なる

持合いの問題

■ 持合いの「罪」

- 目先の契約コスト節約が長期的に株主間の利害対立を生み出す
 - 短期主義の一種とみなすことができる（不必要に長期のコミットメントとなり、利害対立を生む）
 - 取引先が株主であることが持ち合いではない株主にも得になるか
 - 株主共同の利益は持ち合い相手との事業面での総合的な利益と矛盾しうる
 - 少数株主と持ち合い株主で利害が異なるとすれば、少数株主の株価評価を誤らせる
 - 経営者の意図や操作を含むという意味で、会計を通じた情報提供も意義を低下させるはず
- 説明が必要（支配権棚上げの恐れ）

■ 社外取締役への期待

- 一部の株主の利益を増大させるが他の株主の利益ではない取引は「株主共同の利益」に反すると主張する立場
 - 外部性の本質は主に株主という「外部者の利害の観点から」経営をモニターすること
 - 負債削減が単なる価値移転（債権者への）になっていないかのモニターなどを含む
 - 経営コンサルタント（内部者と位置づけるべき）ではない
 - 独立性が重要（報酬・組織的支援など）
- 取締役会でチェックすることができる
 - 主要な事業／秘密の保持／責任の追及 （←監査役でも可能という議論はできる）
- 形式よりも趣旨や意図が重要



日本再興戦略への提言

短期主義への注目が高い

- 短期主義への注目が高まっている
 - 市場の論理による格差拡大、金融危機頻発（マクロ的）
 - ROEの誤用・濫用はありうるので避ける工夫は必要
 - 株式保有期間と経営の視野の短さとの混同
- 短期保有と短期主義とは異なる
 - 株式は譲渡可能であることが必要（長期的価値・視野の「玉送り」）
 - 会社の投資と個々の投資家の株式投資の期間を不一致にできる
 - 長期的に価値を生み出す力は短期的に発生しうる（経営者交代、新商品開発など）
 - 会社としては返済しないでよい資金を調達しており価格付けも長期的視野で行われるはず
 - 株主共同の利益を守ることが短期主義防止にもっとも重要
 - 一部の株主の売り逃げを容認する経営は他の株主の損失を生む
 - 少数株主保護を通じた短期主義回避の政策が望ましい
 - 株主を選択することの間違い：株主共同の利益が重要
 - 株主優待は株主共同の利益とは言えない
 - 流動性リスクで価値が低下する配当政策や規制は望ましくない
 - 保有期間の長短によるキャピタルゲインへの税率や配当優遇などの格差は株式の本質を歪める恐れ
 - 市場分断で流動性が低下し、適切な価格発見機能が低下する恐れ

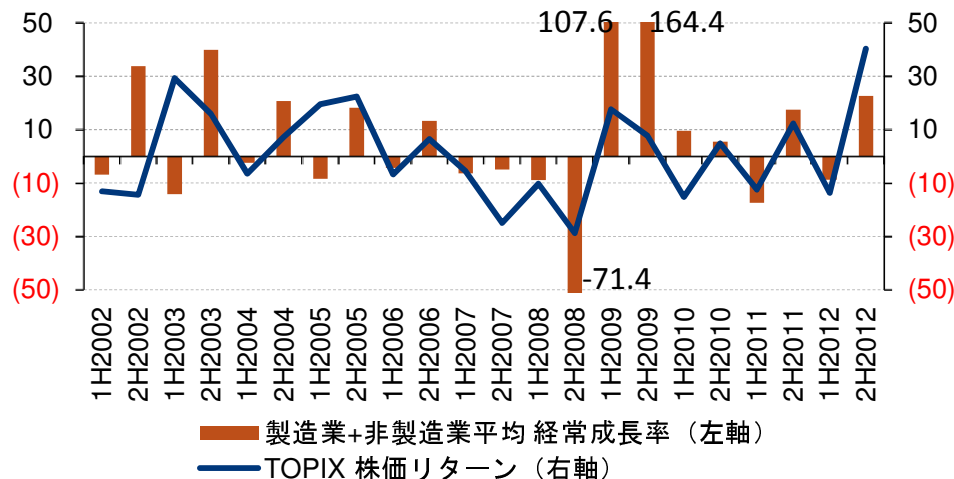
アナリスト（投資家）の興味の短期化

- 長期的見通しはもともと難しい
 - 分析対象にしにくい
 - リーマンショックなど外部ショックの発生予想（ブラックスワン問題）などさらに複雑化
 - 実は夢や希望は株式投資の本質のはず（短期化は投資家にもリスク増大）
- 短期的数値は分かりやすい
 - 四半期財務データなどは予想・解釈しやすい
 - しかもリスクプレミアム変動（利益水準や成長率そのものよりもセンチメントなど）に直結する
 - 保有期間の短期化と論理的なつながりは乏しい
- 四半期決算や月次売上げの開示が問題ではない
 - 財務データの開示頻度そのものは（作業が増えることは別として）多くてよい
 - 情報の非対称性は低いほうがリスクプレミアムの低下、センチメント変動の減少につながる
 - 四半期が良いか半期が良いかは会計制度や情報の保守性や信頼度などに依存する
 - 会社が高頻度の財務データを予想することは必ずしもよいとは言えない
 - 会社予想はリスクプレミアム変動に直結
 - アナリストなどが予想することは問題ない（企業価値評価の情報として）
 - 多数の予想が集約されることで市場の価格発見機能に貢献する

金融肥大化の証拠に乏しい

- マクロの意味での短期主義（金融肥大化）との違い
 - 金融が経済を振り回した可能性はあるが、日本株が利益のぶれを過大評価し続けた証拠は見出せない
 - 株価のぶれよりも利益のぶれが大きいことが多い
 - 低マージンによる利益の不安定さ
 - 株価の持つ長期的視野

利益と株価の関連性(％、半期)



- 株価リターンが現実の企業収益を超えて大幅に高いボラティリティとなったわけではない
- 株価ボラティリティと利益のぶれは、おおむね同じスケール
- 経営の意思決定よりも資金の流れ(市場の意思決定)が早い傾向にはある

出所: INDB、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

The Kay Reviewのポイント

- 短期主義
 - 商品開発、従業員教育、評判や名声の維持などへの広い意味での投資過小
 - リストラ、資本構成変更、M&Aなどを本来業務を犠牲にしてでも進める傾向
 - 市場参加者がVoiceよりもExitを重視する傾向と関係しているとの判断
- エンゲージメントのインセンティブの低下
 - 市場の分断（fragmentation）、外国人株主の増大
 - 効率的市場仮説が強調されすぎた
 - 大量のデータ利用への過信、認知バイアス（過信、アンカリング）を引き起こす可能性
 - アクティブな運用者を含むインターメディアリーが市場での存在感を強めている
 - ファンダメンタルな企業価値へのInvestよりも短期的な株価変動へのTradeが増える
 - 現状の「Trade」は市場に必要な流動性提供の程度を超えている
 - 相対パフォーマンスの競争はゼロサムゲームに過ぎない
- John Kay「市場の真実 「見えざる手」の謎を解く」（中央経済社、2007年）
 - 市場がどのようにして機能するのか
 - 合理性への執着・・・現実は適応的であり経路依存的 → 価格変動以外の調整（制度等）が必要
 - 「ユニバーサルな経済モデルはない」 → 日本と英国は違うことが重要と解釈できる

会社と株主のコミュニケーション

- 会社と株主のコミュニケーション
 - 民主化された株式会社中心の資本主義で必要な機能
 - 将来のことは誰にも分からないことに双方が敬意を払う必要 → 夢や希望とリターンの関係が重要
- 会社＝適切な情報とリターンの供給が必要
 - 長期に影響を及ぼす変化が短期に起こりうる → 非財務情報、適時開示（の精神）
 - 夢や希望の変化 → 事業領域（アニマルスピリッツ）、経営者変更など
 - マクロ環境変化 → 生産、販売、労働、倫理、リスク認識など
 - 株主共同の利益の追求
 - 一部の株主にとってよいことでも共同の利益ではないことが多い
 - 株主を選ぼうとすることは不適切
 - 短期主義は株主の保有期間に依存するのではない
 - 例えば持合いで目先の業務提携コストを下げようとするのは（将来の関係を規定してしまうので）短期主義かもしれない
 - 「Trade」の頻度（市場の高周波）が不安や不適切な行動をもたらす可能性に対する配慮（コミュニケーション）は必要
 - 持合いではない株主への不平等はないのか（個別の経営の打ち手に対するチェック機能としての社外取締役）
 - 経済社会への適切なリターン供給
 - 適切な配当、配当性向公約など → 例えば株主優待を「受けられない株主」について考える
 - 内部留保がもたらす利益成長（＝サステイナブル成長によるROEの維持）
 - 会社の非効率率が経済全体の非効率に（企業の現金保有→銀行預金→国債→国の事業＝付加価値を生まないはず）

会社と株主のコミュニケーション

会社と株主のコミュニケーションは民主化された株式会社中心の資本主義で必要な機能

- 株主・株式投資家＝適切なモニターとリターンの需要が必要
 - ファイナンスの観点からのモニターとフィードバック
 - 企業価値評価をする → 問題の発見と提示（機関投資家の役割）
 - （経営の）箸の上げ下ろしに文句を言うことではない（外部者であり経営と分業している）
 - 株主に経営のアニマルスピリットがないと想定すべき
 - 結果のモニターと将来の評価
 - 長期的な夢や希望（株式の本質は夢や希望の金銭的な共有）は短期的に変化しうる
 - 少数株主への配慮・株主共同の利益の追求の十分さ
 - 債権者への価値移転のリスク
 - 内部留保がサステイナブル成長率を維持しているか（Required rate）
 - 配当原資としての利益 → 労働市場や財・サービス市場で会社が行動した結果としての「ボトムライン」
 - 同じマージンを維持することが既存事業への内部留保投入の最低条件（内部留保は増資と同じ）
 - 配当（分配）の適切な要求が重要 → 貪欲ではなくサステイナブルかの観点
 - 要求しなければ経済社会の非効率につながる（特に「少子高齢化」や「グローバル化」で重要となりやすい）
- 政策
 - 金融庁：スチュワードシップ・コード
 - 経済産業省：企業と投資家の望ましい関係 プロジェクト

日本再興戦略への提言

- 金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」
 - 日本再興戦略（2013年6月閣議決定）に含まれる政策
 - 収益性の観点から株主ガバナンスを考える初めての試み
 - 会社が収益を上げ投資家がリターンを獲得するという本質に迫る
 - 機関投資家の役割としての会社とのコミュニケーションに期待
 - 英国と想定する問題が違ふことに注意
 - 国内投資家が財閥グループ、生産販売系列、融資関係・金融商品販売系列を脱し、株主共同の利益を追求するようになることにつながる
 - 投資家が例えば内部留保の使い道を気にすることを通じて、収益性の考察など企業価値評価とリターン獲得の要点について企業と対話する
 - 責任投資（SRIやESG）を考察に含めてもいいが、「株主の視点」が経済社会にリターンを還元させることにつながる事が日本では重要
 - 株式投資家のためのシンクタンクなどにつながれば成功
 - 個別議案の結託ではなく 株主共同の利益を確認し発信する能力へ

「責任ある機関投資家」の諸原則

- 目的：スチュワードシップ責任
 - 企業価値向上・持続的成長 → Share price が目的ではない（Kay Review（以下KR））
 - 中長期的な投資リターンの拡大 → 経済全体の成長
→ Relationship based on trust and respect > trading transactions（KR）
- スチュワードシップ活動
 - anonymousから顔の見える投資家へ（KR）
 - 日本では「株主共同の利益の追求」のほうが重要
 - 顔の見える投資家を持合いや系列に置き換えないようにする必要
 - 企業の状況を適切に把握
 - 建設的な「目的を持った対話」（with investors, rather than with “the market”（KR））
 - 株価に行動を振り回されない
 - 経営の細部にまで介入することを意図しない
 - 議決権行使
- 原則主義
 - 趣旨・精神の共有が重要
 - 「受け入れ表明」
 - 「コードの各原則に基づく公表項目」
 - コンプライ・オア・エクスプレイン

スチュワードシップ・コード

- 原則 1 スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針の策定と公表
 - 企業とその事業環境等への深い理解
 - 建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）
 - 企業価値の向上、持続的成長、中長期的リターンの拡大
 - どのように考えるか
 - 長期的なリターン追求（短期的な投資削減による利益上乗せなどではない）を目指す対話
 - どのように責任を果たすのか
 - M&Aや事業領域の変更など大きな意思決定についての提案、意見、支援など
 - インベスト・チェーンの中でどのような役割を果たすのか
 - 直接企業と対話できる立場にある一方でスポンサー、オーナーに報告
 - 自ら運用するオーナーは最終スポンサーや経済社会全体に報告
- 原則 2 利益相反についての明確な方針の策定と公表
 - 企業グループと議決権行使の利益相反の可能性（受益者を第一に）
 - 想定しうる利益相反類型の列挙 → 持合い・政策投資（特にレシプロ的事業関連のケース）
 - 株主間の利益相反を生み出す可能性への言及
 - 株主共同の利益を追求することの徹底

スチュワードシップ・コード

- 原則 3 投資先企業の状況を的確に把握 (monitor)
 - ガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題を含む）など
 - 運用方針により重点が違ふ
 - ファイナンスの観点（証券分析の観点）による状況把握と分析提示が機関投資家の役割
 - リターンにこだわる
 - リターンの根源である配当の行方に関わって、利益・競合・成長機会・内部留保と配当政策などを吟味
 - 結果として事業計画・戦略、内部留保や資本戦略などファイナンスとの整合性がとれると判断するか
 - 経営詳細への介入は特別な例（エンゲージを専らとする運用など）
 - 中小型で適用されやすいが大規模企業では難しい
- 原則 4 建設的な「目的を持った対話」“purposeful” dialogue
 - ファイナンスは「将来」のことが対象：投資先企業の「意図」や「意志」が重要
 - 認識の共有、問題の改善、対話の方針の明確化
 - “The company director is not a meta-fund manager”, (KR)
- 原則 5 議決権行使と結果公表
 - 形式基準にとどまらず持続的成長に資する
 - 株主共同の利益を損なわないことが重要
 - 融資、商品販売などとの「見返り」に注意 → 価値観の変化（業界秩序から公正さ優先へ）
 - 利益分配と経営者選択は株主として極めて重要な議案と考える必要

スチュワードシップ・コード

- 原則 6 顧客・受益者への報告
- 原則 7 実力を備える
 - 株主は外部者であり内部者以上の理解が必要というわけではない
 - ファイナンスの観点からのプロフェッショナルな意見
 - ただしバリュエーションモデルの詳細を語るという意味ではない
 - 個別の詳細よりもセクター、市場、世界などの観点が重要
 - 保有銘柄すべての詳細なバリュエーションを行うような実務は難しい
 - コンサルタント利用や機械的な選別での作業が現実的な面がある
 - 人数が少ないからといってコミュニケーションできないわけではない
 - 「いかに対象を絞るか」が運用スタイルと整合的である必要
 - 個別の問題ではなく一般的な問題についてはシンクタンク組成など投資家が組織的に対応可能
- 日英の違い
 - 英国コードでは原則 4 で「escalate」する条項があるが、日本の場合原則 4 に含まれる「より十分な説明を求める」などと指針に書かれるに留まる
 - 英国原則 5 の「他の投資家との協調（act collectively）」に日本の原則は触れていない（英国原則は大きな問題があるとき有効との考え）
 - 英国原則には日本の原則 7 はない

スチュワードシップ・コード

■ 今後の課題

- 株主共同の利益を守ることの明示
 - 利益相反チェックに少数株主保護を含む → 政策投資や持合い
- 株主の協調
 - 株式ポートフォリオは一般に分散投資されているためエンゲージメントのキャパシティやインセンティブが不足する → 集中投資か act collectively が必要となる (KR)
 - 5%ルールなどの考察は必要
 - 個別の問題以上に株主が全体として協調する必要がある
 - 株主共同の利益の観点から共通の問題を探り解決することが求められる
 - 新任取締役への研修や資格付与（カナダの例）
 - ガバナンスやスチュワードシップの実務的問題の検討
 - 報酬、社外取締役の役割、監査役制度など
 - 会社と株主のコミュニケーションにおけるノウハウやベストプラクティス
 - 日本の株主や投資家が必要とする調査・研究の実行
 - 決算報告や会社ガイダンスの開示頻度
 - 運用会社のガバナンス、運用報酬制度など
 - 株主のための組織やシンクタンク（forum）を作って対応

経産省：「論点整理」への回答

- 経産省「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～」プロジェクト

- 「論点整理～エビデンス・情報提供の呼びかけ～」への回答

株式投資家にとって持続的成長とは

- ROEの維持は「要求されている」
 - サステイナブル成長と維持のための「競争力」
- ROEの上昇が可能となる「イノベーション」
 - 株式投資の夢と希望
- 経営の打ち手としての持続可能性にはCSRが含まれてよい

持続的成長企業のすがた

1998年12月以来のリターンが大きい21銘柄

コード 銘柄名	リターン(%)
1963 日揮	1477.79
8830 住友不動産	958.81
2914 J T	464.81
1878 大東建託	388.77
6301 コマツ	287.84
8001 伊藤忠商事	286.23
2267 ヤクルト本社	269.13
6367 ダイキン工業	256.59
7270 富士重工業	227.93
6586 マキタ	227.62
6326 クボタ	222.99
8801 三井不動産	215.59
9983 ファーストリテイリング	185.96
5713 住友金属鉱山	185.58
8002 丸紅	175.46
8058 三菱商事	145.49
7261 マツダ	140.30
8802 三菱地所	121.87
7201 日産自動車	116.71
7012 川崎重工業	114.92
7259 アイシン精機	105.89

注: 2013年10月17日までの変化、時価総額1兆円以上

出所: 日経Astra、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

平均的な日本企業(金融を除く、年平均3,139銘柄)

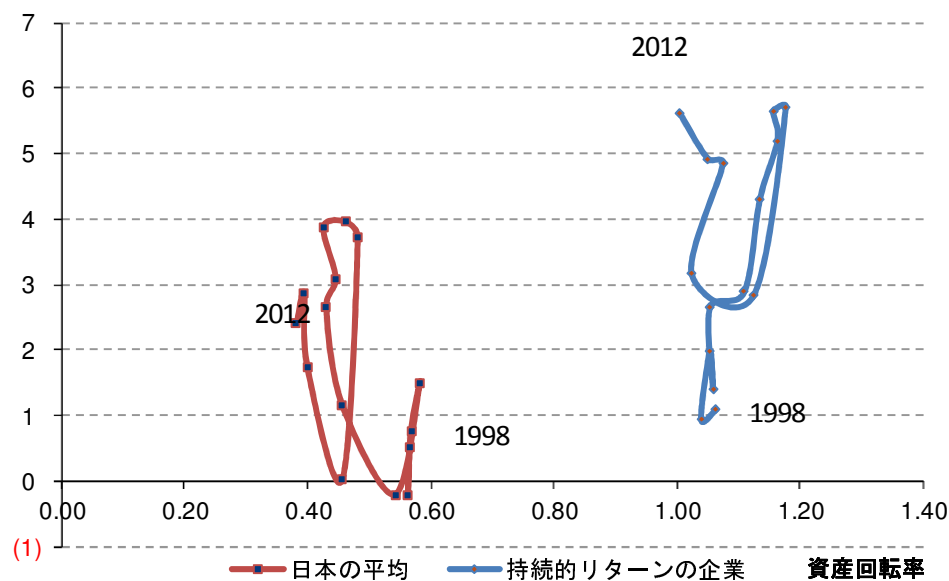
- 平均マージン1.9%、資産回転率が0.5倍

持続的に成長を示した21銘柄:

- 平均マージン3.5%、資産回転率1.1倍

資産回転率とマージン(%)

マージン (%)



出所: 日経Astra、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

会社と株主のコミュニケーション

持続的成長を行う上での企業側・投資家側の課題

- 企業：企業が経営主体として行う選択は、事業領域、商品、販路などであり、アニマルスピリッツが重要
 - 株主を通じてリターンを社会に還元することを意識する必要
 - Long-term value creation in the interest of shareholders is best served by strategies which focus on investing opportunity to deliver sustainable performance (KR)
 - 投資家のさまざまな懸念や期待を常に収集することが経営の視点を広げる
 - Long-term concerns and investment objectives (KR) → 内部留保への夢と希望
 - 株主は千差万別であることに注意：特定株主重視は誤り
 - 株主共同の利益は経営として追求される必要がある
- 株式投資家：企業の選択や経営の結果としてのリターンを求める
 - 利益分配と経営者選択に関する議決権行使を重視する
 - 結果としての評価を提示する、他社比較などを提示するなど、リターンを要求する主体としての責務を果たす必要
 - 株主共同の利益が守られるようにモニターする

経営者のインセンティブ

- 本来経営者のインセンティブは株主との関係、企業の成長の促進の観点だけで規定されない
 - ① 社会が企業や経営に与えてきた役割は投資家や市場関係者の評価軸とは異なる
 - ② 「効率」と「成長」を求める唯一の経済主体である株主の評価軸に多少近づけたほうが適切
 - ③ 経済社会へのリターンの供給責任を使命感とする必要
- 報酬増額はリターン革命の必要条件ではないが...
 - 経営が現状維持を選択するインセンティブの恐れ
 - 低い報酬は経済情勢の悪化のときに「いやなこと」「嫌われること」を誰も行わないリスクを意味している
 - 単なる労働市場の構造の違い以上の意味を持つ可能性
 - 低報酬に対する市場のリスクプレミアムは高いことになる
 - 一部特定の株主と経営者の短期主義的結託を避ける工夫も必要
 - 株主共同の利益重視を強調する必要

資本政策と経営規律の課題

企業経営における資本コストやROE等の位置づけ、これらと経営規律や価値創造との関係

- ROEは経営の結果であるが目的ではない
 - 経営の成果として、収益力の拡大や資産効率の改善がもたらされる
- ROEを上昇させるために事業領域を選ぶのではない
 - 会社が持つ資産を最高度を利用して持続的に経済社会にリターンを供給するという使命感から価値創造のための事業領域が選ばれる
 - いま儲かっている事業を選択し集中すればよいとはいえない
 - 正しい経営の打ち手の選択の結果として、資本コストと同程度またはそれを超えるROEが実現される
 - 「内部留保は株主にとっての新規投資」といった簡単な考え方のほうが、資本コスト計測を無理に行うよりも現実的
 - 資本コストは他の金融商品などとの比較から経済社会から与えられるものであって、経済情勢に応じて変動する
 - 経営の視点では、成長機会の手応えが内部留保を求めるはず
 - 負債を減らす内部留保利用の場合、リスクの低下と見合うことが要求される
 - 一般に株主から負債保有者への価値移転になりやすいことに注意
 - 経営が経済社会に株主を通じて価値創造の結果を還元しようとする意志が大切

企業のマネジメントシステム

企業マネジメントシステムの機能の状況及び評価。例えば、取締役会の構成、社外役員、委員会設置会社の現状や現状に対する評価

- 株主共同の利益（少数株主保護）のために社外役員が重要
 - 委員会設置などの形式よりもリターン還元の意志が重要:仕組みは目的ではない
 - 債権者と株主の利益相反などに対応する「昼行灯」としても必要

政策投資（所謂持合株式）に対する考え方、現状、企業の持続的成長、価値創造との関係

- 持合いは一種の短期主義（契約コストの低減とコミットメント）
 - 持合いではない少数株主がリスクを感じることで企業価値低下（リスクプレミアムの拡大）
 - 外部者かつ取締役によるモニターが望ましい

機関投資家による議決権行使が経営（取締役会の構成、経営者の業務執行における意思決定等）に与える影響

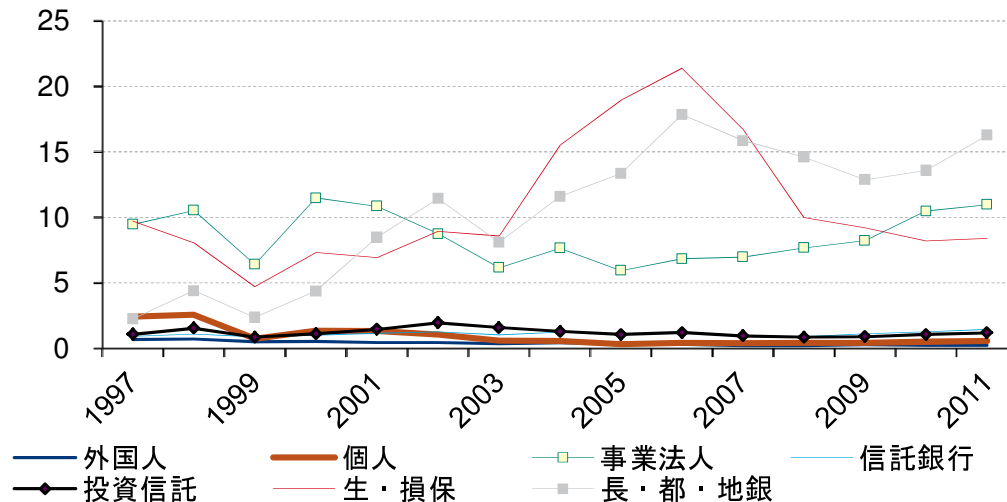
- 議決権行使（利益分配と経営者選択）が償還金のない投資資金に与えられる重要な権利であることを投資家も企業も認識する必要がある
 - 株主共同の利益を守るために経営者が行動すればよい
 - 社外役員が存在することは会社から投資家へのメッセージとして望ましい

中長期投資の促進

日本の資本市場において、中長期的な投資を行う投資家層の現状と評価はどのようなものか。中長期投資を行う主体としてどのようなものが期待されるか。中長期投資を阻害している、または、中長期的投資を促す制度や慣行としてはどのようなものがあるか。

- 適切なリターンを受け取る期待が続けば、株主は長期に保有するはず
- 日本の場合、単なる長期投資の賞賛は効率低下の恐れ

投資家別平均保有期間(年)



出所: 日経Astra、東証、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

- 投資期間が長いほど良いこととは限らない
 - 例えば持合いは不必要に長い事業のコミットメントにつながり効率を妨げる恐れがある
- 長期投資が特別な関係を意味するのであれば、株主共同の利益が損なわれている恐れがある
 - 例えば持合いは持合い以外の株主の利益を損なう恐れがある
- 中長期投資を促すことは、保有期間による市場の分断をもたらすため、流動性の低下、価格発見機能の低下をもたらさう
- 「我慢強い投資家」を求める声は、適切な株主と会社のコミュニケーションを妨げうる

新指数の好影響への期待

■ JPX日経インデックス400

■ 日本企業のROE改善意欲へのカタリストとなることへの期待

- ①「経営の革新性等の面で評価が高い」銘柄から成るインデックスを創設するという自民党公約と整合的な指数
- ②政府の有識者会議が新指数のベンチマーク化等によってGPIFを含む政府関連資金運用の効率化を提言

■ 新指数の意味

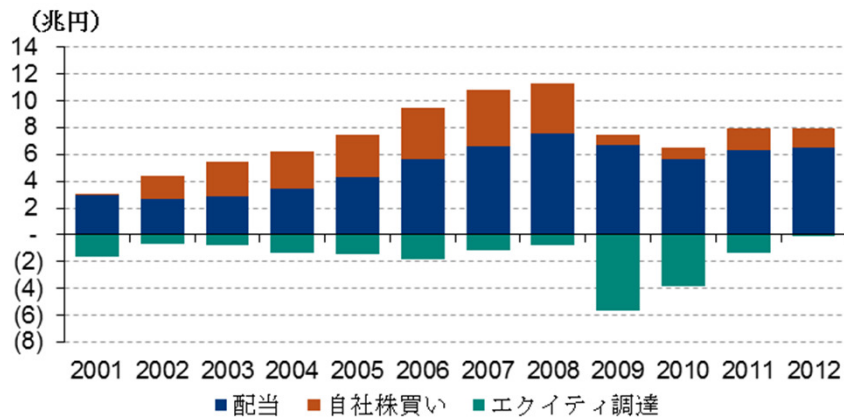
- これまでの日本企業の低マージン、低ROEが「危機」だったとすれば、人為的に変化をもたらそうとする試み
 - 「意図のあるところに道が拓ける」可能性
 - 危機対応だとすれば「危機後」の対応に課題
- 過去のパフォーマンスを受け入れ受動的に選択することではない
 - 投資家が期待し、コミュニケーションや行動を強めることと一貫性がある
 - パッシブ運用の効率性とは異なる考え
 - 過去デフレであった日本におけるインフレ目標政策と類似点



株主還元の現状と変化

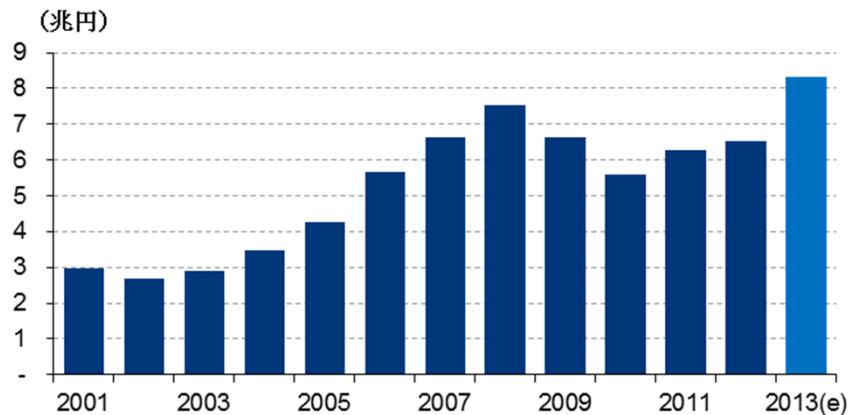
リターン還元の姿勢は強まっている

企業のリターン供給と資金調達



注: 配当支払総額は配当利回り与时価総額から推定、エクイティ調達マイナス表示
出所: 日経Astra、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

配当支払額の変化: 成長神話からの脱却と資本効率改善



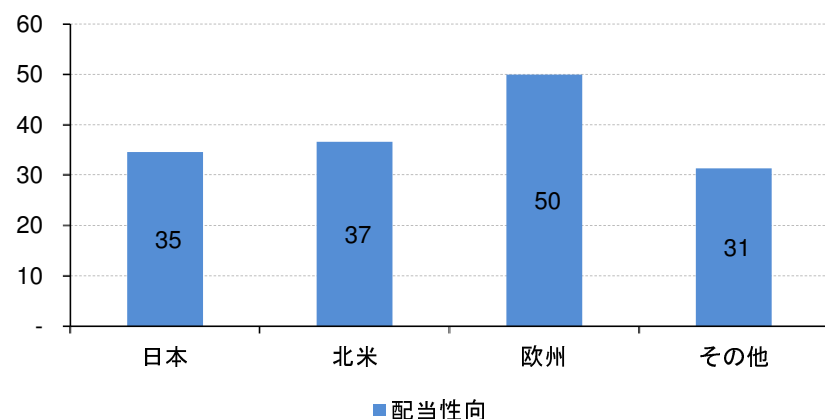
注: 配当支払総額は配当利回り与时価総額から推定
出所: 日経Astra、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

- 株式市場の役割は資金調達よりもガバナンスになっている
 - 英国(The Kay Review)と同様の状況
- 資本効率に改善の兆し
 - 2013年度(2014年3月期)の日本企業の配当支払いは、8兆円を超える予想
 - 2013年度の株主還元総額が10兆円を超える可能性は高い

世界の配当・自社株買い比較

- 日本経済が株式会社を中心として形成されている限り、会社が利益を配当で分配する必要がある
- 配当しない留保は、将来の配当のために少なくとも既存のROE水準を維持するだけの利益成長を要求される

配当性向(%、1994-2012のうち平常時)



注: 配当、純利益の1994-2012総計、ただし1998、2001-02、2007-09を除く13年

出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

配当性向

	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	34.7	45.3	75.8	38.0
通信	27.7	96.7	101.2	44.2
耐久消費財	31.7	31.3	22.3	18.4
非耐久消費財	39.9	48.3	50.8	41.0
消費者サービス	34.6	30.8	73.3	38.0
流通サービス	24.5	25.1	44.8	53.5
電子技術	28.3	17.2	48.3	45.1
エネルギー資源	27.5	28.9	39.4	27.5
医療サービス	24.9	11.5	36.5	43.2
医療技術	38.4	50.4	46.3	18.4
工業サービス	119.9	45.1	52.1	25.0
その他	69.2	141.1	49.5	50.7
非エネルギー資源	27.5	37.0	32.5	25.4
加工業	31.9	40.2	49.9	34.0
製造業（産業用）	29.2	30.9	39.5	22.4
小売業	35.0	24.0	49.4	30.1
技術サービス	29.4	26.3	49.3	27.6
運輸	29.3	29.0	44.3	33.8
公益事業	253.3	66.7	61.7	34.5

注: 配当、純利益の1994-2012総計、ただし1998、2001-02、2007-09を除く13年

出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

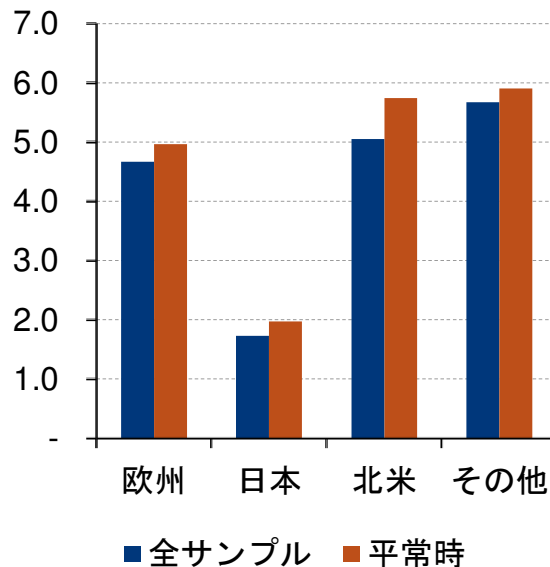
配当原資としての利益が重要

■ 配当資本比率（DoE）

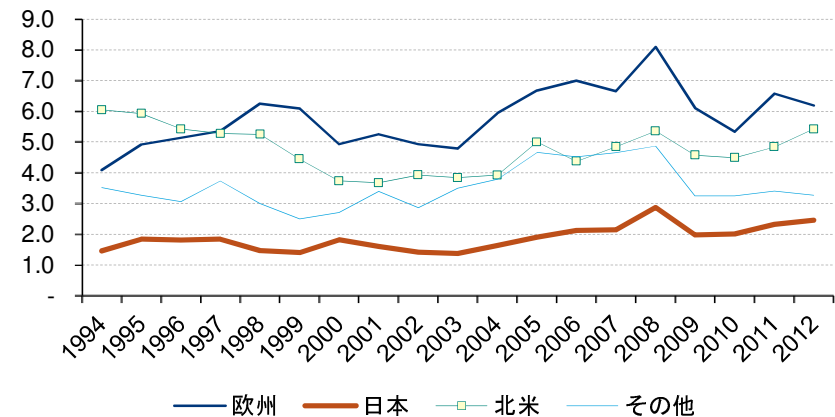
- 指標としては、配当性向に比べて利益水準に依存しないため安定
 - 地域別のROE格差とDoE格差はマージン格差に依存している
- 配当政策（配当公約）としてのDoEは、固定的配当額を約束する可能性が高いので適切ではない：ROE改善公約とカップリングで配当性向公約と同じ意味になる

$$\text{DoE} = \text{ROE} \times \text{配当性向}$$

純利益マージン(%)比較



配当資本比率(DoE)



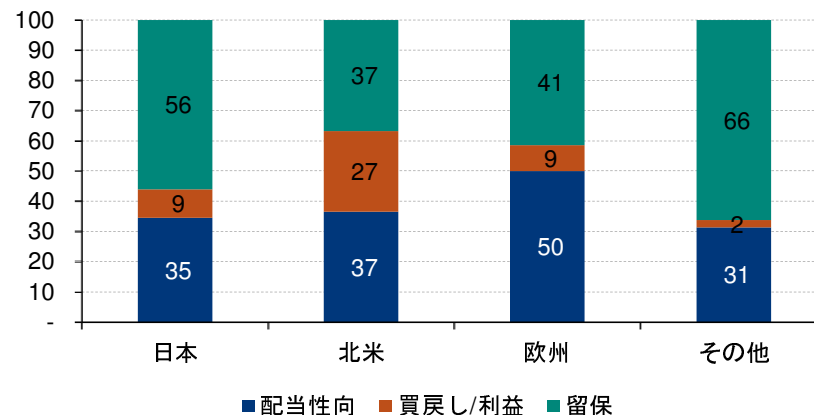
注：売上、純利益の1994-2012総計、ただし平常時とは1998、2001-02、2007-09を除く13年
出所：ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

注：配当、株主資本の1994-2012総計、ただし1998、2001-02、2007-09を除く13年
出所：ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

自社株買いと還元性向の比較

- 企業の還元が不適切であれば経済全体で資金が非効率に使われる恐れ
 - 資金循環では事業法人が資金余剰になるほど国の資金赤字が増えてきた
 - 事業法人が付加価値を生まない分を政府が肩代わりすれば、経済が非効率になる
 - 分配すれば消費を含めて経済に行き渡る可能性が高まる
- 地域比較でも日本企業の留保は大きい
 - 日本が北米や欧州以上に高い成長率を実現するとは長期的に考えにくい
 - 留保に要求される利回りを株式市場で供給できていない(結果として非営業資産)
 - 成長神話から脱却し適切なリターンを還元する意志が重要

地域別株主還元/純利益(%、1994-2012のうち平常時)



注: 配当、買戻し(CFベース)、純利益の1994-2012総計、ただし1998、2001-02、2007-09を除く13年

出所: ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

配当が増えれば成長の要求は下がる

セクター別の総還元性向（〔配当＋自社株買い〕÷純利益合計）を見ると、おおむねどのセクターでも低い水準にある

総還元性向

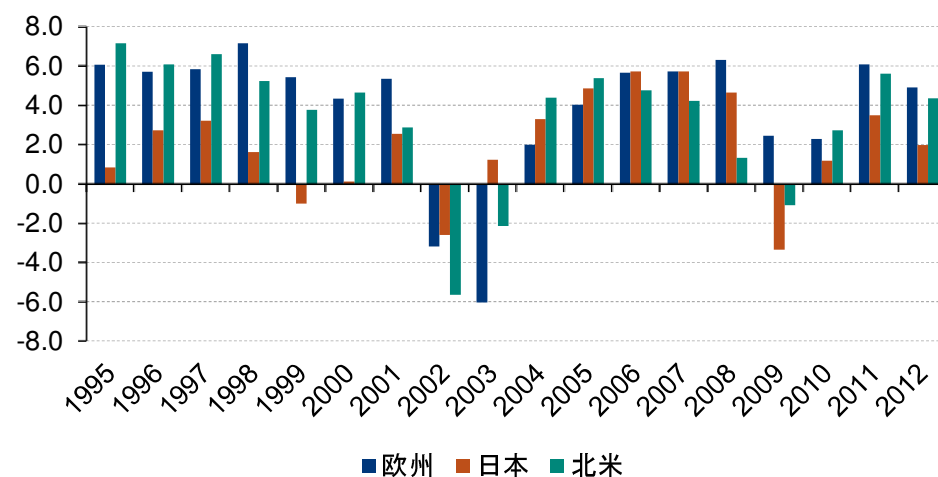
	日本	北米	欧州	その他
商業サービス	44.2	85.3	88.9	41.9
通信	54.4	116.2	124.8	52.4
耐久消費財	43.8	54.0	25.6	22.7
非耐久消費財	54.1	77.1	62.3	43.1
消費者サービス	42.2	85.7	86.4	39.9
流通サービス	27.5	58.4	47.3	55.4
電子技術	38.4	50.8	65.9	47.7
エネルギー資源	29.6	51.1	48.3	27.8
医療サービス	26.7	68.0	36.7	43.7
医療技術	49.6	81.4	62.0	19.9
工業サービス	133.1	57.9	57.3	26.5
その他	69.2	145.2	61.7	62.3
非エネルギー資源	34.2	45.2	41.9	27.1
加工業	36.7	63.0	58.7	34.4
製造業（産業用）	34.4	49.0	46.4	23.9
小売業	43.0	69.5	57.6	32.6
技術サービス	35.7	78.5	64.0	29.6
運輸	34.8	59.6	49.1	34.7
公益事業	281.7	78.5	64.1	36.4

注：配当、自社株買い推計、純利益の1994-2012総計、ただし1998、2001-02、2007-09を除く13年

出所：ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

日本については90年代に比べて2000年代前半に想定される成長率は高まっていた

サステイナブル成長率(%)



注：総還元(配当＋自社株買い)性向とROEの積

出所：ファクトセット、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ

日本のリターン革命：要約すると

- 日本企業が経営において価格戦略を重視することでマージンを欧米企業並みに高めることが可能
 - 戦略を変えるために雇用慣行や社会の価値観を急いで変える必要はない
 - 固定費やレバレッジよりも販売価格戦略に目を向けるべき
 - 価格戦略とは高額商品へのシフトではない
 - マージンを維持、向上できる商品ポートフォリオ、販路や市場、生産コスト削減など
 - グローバル化、少子高齢化を前提として、事業の持続性への危機感をばねにして、結果としてROEが上昇するシナリオ
- マージン改善と適切な配当（還元）政策で、株式会社は経済社会に適切なリターンを供給
 - リターンを経済社会に供給するという意識が企業に必要
 - 株主共同の利益の観点を忘れない
 - 適切なリターンを要求する意志が投資家に必要
 - 経営の詳細よりもファイナンスの観点から会社とコミュニケーションが必要
 - 配当の適切さは、サステイナブル成長率（ROEの維持）で把握
- 仮にリターン革命シナリオが適切に進めば、日経平均はバブルなくして2017年に30,000円に達すると見込む

株式と融資や債券との違い

- 投資家の「意志」が必要である理由（特に危機に際して重要）
 - 株式には償還も金利の約束もない
 - 融資や債券は金利支払いと返済・償還の確かさが重要
 - 利益が成長しても金利も償還も増えない / 利益がなくても返済が必要
 - 株式は成長の夢や希望（金銭的・経済的）の「シェア」が重要
 - 配当を受け取る権利＝成長や効率向上の成果を受け取る
 - 経営者を選ぶ権利
 - 株主が「要求する」必要＝ required rate of return
 - 株式会社制度
 - 世界経済を支える基盤
 - 借金と違い、ごく最近（現代になって）できた制度
 - 「資本の論理」を棚上げするよりも活用するほうがよい
 - 制度を維持するルールや行き過ぎを食い止める規制は必要
 - 株主共同の利益を追求することで機能している：持合いを見直す観点
 - 株式市場
 - 長期的価値の交換：短期的視野と短期保有とは異なる
 - 取引相手の匿名性維持や取引コストを下げるための株式の規格化が必要

特別開示事項

- （注意事項等）
- 株式（ETF、外国株式、国内不動産投資証券（REIT）を含みます。以下同様です。）の取引に際しましては、原則として1%を上限として所定の手数料（消費税別）や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、株式を募集等により取得する場合には、購入対価のみお支払いいただくこととなりますが、外国株式の募集等の場合には、別途手数料をいただく場合もございます。
- 株式につきましては、価格の変動等若しくは発行者の信用状況（財務・経営状況を含む。）の悪化等により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等によりましても損失が生じるおそれがあります。また、REITにつきましては、金利、不動産市況、自然災害等の影響、金融商品取引所市場の動向等による価格変動等若しくは発行者の信用状況（財務・経営状況を含む。）の悪化等により損失が生じるおそれがあります。
- 為替・債券取引等に際しましては、各商品（取引）に応じた手数料、報酬、費用その他何らかの対価をいただく場合があります。なお、債券を相対でお取引いただく場合には、購入対価のみをお支払いいただくこととなります。
- 為替・債券にかかる取引につきましては、金利水準等の変動、為替相場の変動、信用状況の変動、カントリーリスク等の種々の要因により価格が変動することにより損失が生じるおそれがあります。
- 具体的なご投資に際しましては、具体的取引に即しました手数料（費用）及び各種のリスク等につきまして、当該具体的取引に際しての別途のご案内、タームシート、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面もしくは目論見書等をご確認いただいたうえで取引いただければと存じます。

重要開示事項

ファンダメンタル株式投資評価の読み方：株式投資評価は株価変動リスク評価、総合投資収益評価、配当収入評価から構成されています。株価変動リスク評価は潜在的な株価変動の大きさを示します。A=小さい、B=標準的、C=大きい。総合投資収益評価は、アナリストが判断する (i) 絶対ベース予想総合投資収益率、(ii) カバレッジクラスター(詳細は下記をご参照ください) 内の他銘柄に対する相対的な投資魅力を反映したものです。投資評価は3段階評価です。1=買い(予想総合投資収益率が10%以上、かつ同一カバレッジクラスター内で投資魅力が最も高い銘柄群)、2=中立(株価は現行水準または上昇が見込まれるが、投資魅力は買い銘柄より相対的に低い銘柄群)、3=アンダーパフォーム(カバレッジクラスター内で投資魅力が最も低い銘柄群)。アナリストは、現在から12ヶ月後までの予想総合投資収益率と、メリルリンチが定めている投資評価配分ガイドライン(下記の表をご参照ください)などを考慮しながら、投資収益評価を付与します。予想総合投資収益率に対するご理解を深めていただくために、現時点の目標株価をご参照ください。目標株価はアナリストが予想する株価上昇(下落)率を反映しています。

投資評価	予想総合投資収益率(投資評価開始日から12ヶ月以内)	カバレッジクラスター*内の評価配分率ガイドライン
買い	≥ 10%	≤ 70%
中立	≥ 0%	≤ 30%
アンダーパフォーム	N/A	≥ 20%

* カバレッジクラスター構成銘柄の投資見通しがより正確に反映されるとBofAメリルリンチリサーチが判断した場合には、投資評価配分が変更される場合があります。

配当収入評価は予想現金配当を表しています。7=配当維持・増配(配当安定性が高い)、8=配当維持・減配(配当安定性が低い)、9=現金配当なし。カバレッジクラスターは単一アナリスト、または担当産業、セクター、地域などが共通する複数のアナリストが担当している銘柄から構成されます。特定銘柄が属するカバレッジクラスターは、同銘柄に言及しているBofAメリルリンチの直近レポートをご参照ください。

重要開示事項

- BofAメリルリンチリサーチ社員（本レポートを作成したアナリストを含む）の報酬には、その他の要素とともに、投資銀行業務による利益を含むBank of America Corporation全体の収益が考慮されています。

その他重要開示事項

- MLPF&Sまたはその関連会社の役職員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。
- 利益相反に関するBofAメリルリンチ・グローバルリサーチのリサーチポリシーは<http://www.ml.com/media/43347.pdf>。(英文のみ) でご覧いただけます。**
- 「BofAメリルリンチ」にはMerrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (“MLPF&S”)およびその関連会社が該当します。本レポートに関するご質問は、BofAメリルリンチの担当者またはMerrill Lynch Global Wealth Managementのファイナンシャルアドバイザーにお問い合わせください。**
- 「BofAメリルリンチ」と「メリルリンチ」はBofAメリルリンチ・グローバルリサーチのグローバルブランドです。**
- BofAメリルリンチの米国外関連会社、および関連会社が作成した調査レポートの配布に関する情報：**
- MLPF&Sは以下の米国外関連会社の調査レポートを米国内で配布しているか、または将来配布する可能性があります(略称、登記社名の順)。Merrill Lynch (France): Merrill Lynch Capital Markets (France) SAS; Merrill Lynch (Frankfurt): Merrill Lynch International Bank Ltd., Frankfurt Branch; Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd.; Merrill Lynch (Milan): Merrill Lynch International Bank Limited; MLI (UK): Merrill Lynch International; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited; Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd.; Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA; Merrill Lynch (Japan): Merrill Lynch Japan Securities Co., Ltd.; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International Incorporated (Seoul Branch); Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Securities (Taiwan) Ltd.; DSP Merrill Lynch (India): DSP Merrill Lynch Limited; PT Merrill Lynch (Indonesia): PT Merrill Lynch Indonesia; Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited; Merrill Lynch (Russia): OOO Merrill Lynch Securities, Moscow; Merrill Lynch (Turkey I.B.): Merrill Lynch Yatirim Bank A.S.; Merrill Lynch (Turkey Broker): Merrill Lynch Menkul Değerler A.Ş.; Merrill Lynch (Dubai): Merrill Lynch International, Dubai Branch; MLPF&S (Zürich rep. office): MLPF&S Incorporated Zürich representative office; Merrill Lynch (Spain): Merrill Lynch Capital Markets Espana, S.A.S.V.; Merrill Lynch (Brazil): Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.; Merrill Lynch KSA Company, Merrill Lynch Kingdom of Saudi Arabia Company.
- 本調査レポートは、英国では(金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規則に定められた)機関投資家および適格取引相手に対しては、同国ブルーデンス規制機構から認可を受け、さらに金融行為監督機構とブルーデンス規制機構との監督下にあるMerrill Lynch InternationalおよびBank of America Securities Limited (BASL)により発行・配布、また(金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規則に定められた)個人投資家に対しては、アイルランド中央銀行の承認を受け、金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の限定規定を受けている(規定の規模の詳細は金融行為監督機構とブルーデンス規制機構から入手することができます) Merrill Lynch International Bank Limited ロンドン支店により発行・配布、日本では同国金融商品取引法に基づく登録証券会社であるメリルリンチ日本証券株式会社により検討・配布、香港では香港SFCおよび香港金融管理局の監督下にあるMerrill Lynch (Asia Pacific) Limitedにより配布、台湾ではMerrill Lynch Securities (Taiwan) Ltd.により発行・配布、インドではDSP Merrill Lynch Limitedにより発行・配布、シンガポールでは同国金融管理庁の監督下にあるMerrill Lynch International Bank Limited. (Merchant Bank)、Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd. (企業登録番号前者F 06872E、後者198602883D)およびBank of America Singapore Limited (Merchant Bank)により発行・配布されています。オーストラリアではBank of America N.A., Australian Branch (ARBN 064 874 531) AFSライセンス 412901 (BANA Australia)とMerrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795), AFSライセンス235132 (MLEA)が、2001年法人法第761G条で定められる「ホールセール」顧客に対し、本情報を提供しています。BANA Australiaを除き、MLEAおよび本情報の作成に係わっているその関連会社は1959年銀行法に基づく公認預金取り扱い金融機関ではなく、オーストラリア健全性規制庁の規制を受けているものでもありません。ブラジルにおける本レポートの発行または配布について承認は必要なく、Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.は適用される規則に基づいてブラジル国内で本レポートを配布しています。Merrill Lynch (Dubai)はドバイ金融サービス機構(DFSA)の承認・規制を受けています。Merrill Lynch (Dubai)が作成・発行する調査レポートはDFSAの事業規約要件に準拠しています。
- Merrill Lynch (Frankfurt) はドイツ国内で本レポートを配布しています。Merrill Lynch (Frankfurt)はBaFinによる規制を受けています。

その他重要開示事項

- 本調査レポートはMLPF&S及び／またはその米国外関連会社によって作成・発行されたものです。MLPF&Sは米国内で本レポートを配布しており、米国内でMLPF&Sの顧客に配布される米国外関連会社の調査レポートについては全面的に責任を負っています。本レポートを受け取り、そこで言及している証券に関して投資を希望される米国投資家は、海外の関連会社ではなくMLPF&Sを通して行われますようお願い致します。
- **一般的投資に関するディスクロージャー：**
- 台湾で読まれる方へ：本調査レポートに記載されている情報や意見は、いかなる証券やその他の金融商品の取引を勧誘するためのものではありません。本調査レポートのいかなる部分に関しても、BofAメリルリンチの書面による合意がなければ、台湾において、報道機関またはそれ以外の人がいかなる形式でも利用、複製、引用することを禁じます。
- 本調査レポートは一般情報の提供を目的としたものであり、記載されている情報や意見は特定の証券、その他の投資対象、またはそれに関連したデリバティブ（オプション、先物、ワラント、差金決済取引）の売買を勧誘するものではありません。本レポートは個別の投資アドバイスの提供を目的としたものではなく、本レポートを受け取られる方の投資目的、経済状況、あるいは特定のニーズを考慮に入れたものではありません。本レポートで言及または推奨している金融商品への投資、または投資戦略の適正さについては投資アドバイスを受けることをお勧めします。また将来的に予想通りの結果とならない可能性があることをご承知おき下さい。いかなる募集における証券の購入や申し込みについても、本レポートではなく、当該証券に関する既存の公表情報、または当該募集に関連した目論見書やその他の募集書類に記載された情報に基づいて決定されますようお願いいたします。
- 本レポートで言及、またはメリルリンチが推奨、オファー、販売している証券やその他の投資対象は、米連邦預金保険公社による保険付きではなく、（Bank of America, N.A.を含む）いかなる付保預金機関の預金や債務でもありません。一般的に投資は、特にデリバティブ投資は、マーケットリスク、取引相手のデフォルトリスク、流動性リスクなど多くのリスクを伴います。証券、その他の投資対象、デリバティブ商品はすべての投資家に適正というわけではありません。証券やその他の投資対象の価値を算出したり売却することが困難な場合もあり、当該証券やその他の投資対象の価値やリスクに関する信頼のおける情報を得られないこともあります。証券やその他の金融商品からの投資収益は変動する可能性があり、証券・その他の金融商品の価格または価値も変動する可能性があります。元本を割り込む可能性もあります。過去の投資実績は必ずしも将来の投資実績を示唆するものではありません。税制の段階や基礎が異なっている可能性があります。
- 本レポートには短期トレーディングのアイデアまたは推奨が含まれている可能性があります。これらは当該企業の株価に短期的に影響を与えると予想される、当該企業または市場に関連した特定の短期カタリストまたは出来事に主眼を置いたものです。短期トレーディングのアイデアおよび推奨は、株式銘柄の長期トータルリターン期待値、および当該銘柄が含まれるカバレッジクラスター他銘柄に対する相対的投資魅力を反映したファンダメンタル投資評価とは異なり、それに影響するものでもありません。短期トレーディングのアイデアおよび推奨は、ファンダメンタル投資評価より強気の可能性もあるし、弱気の場合もあります。
- BofAメリルリンチでは、本レポートで述べられている投資アイデアの実行は投資家の証券またはその他金融商品に対する空売りの環境が整っていることを前提としており、各国・地域における空売り規制により、当該投資行動が制限される可能性があることを念頭においています。本レポートに記載されている空売りに関する投資アイデアの実行に際しては、そうした規制の適用に関して専門家のアドバイスを受けられるようお願い致します。
- 本レポートで言及している証券および金融商品は為替相場の変動により証券の価値、価格、配当・利息収入の換算において為替差損が発生する可能性があります。ADRを含む当該証券およびその他の金融商品には為替リスクがあることをご承知おきください。
- 英国で読まれる方へ：財務サービス・スキームを含む英国の規制制度による保護策は、BofAメリルリンチのグループ会社が英国外で行っている事業には適応されません。これらのディスクロージャーは、利益相反の扱いに関するBofAメリルリンチ・グローバルリサーチのポリシーは<http://www.ml.com/media/43347.pdf> でご覧いただけます。

その他重要開示事項

- MLPF&Sまたはその関連会社の役職員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。
- MLPF&Sまたはその関連会社は、本レポート中で推奨している可能性がある証券に関連した流通金融商品を定期的に発行しています。MLPF&Sまたはその関連会社は本レポート中で言及した証券および金融商品のポジション（買いまたは売り）を保有している可能性があります。
- BofAメリルリンチは、BofAメリルリンチ・グローバルリサーチ以外の事業体を通じて、本レポート中で提供した情報と整合していない、あるいは異なる結論に達するトレーディングアイデアまたは推奨を行ったか、または行う可能性があります。そうした投資アイデアや推奨は、それを作成した担当者の時間軸、前提、見解、および分析手法の違いを反映したものであり、BofAメリルリンチは本レポートを受け取られた投資家に対して、そうした異なるトレーディングアイデアや推奨に対する注意を喚起する義務を負っていません。
- 別途の手数料による調査サービスの提供に関してMLPF&Sと締結した契約に基づき投資家が本レポートを受領し、これに関連してMLPF&Sが投資顧問を務めているとみなされる可能性がある場合、そのような状況はMLPF&Sと直接契約関係にある投資家のみに係るものであり、（書面にてMLPF&Sが明示していない限り）本レポートの配布以上に役割が拡大するものではありません。本レポートで言及している証券の取引を含むいかなる取引の執行に関しても、MLPF&Sは証券会社としての役割を担っております。
- 調査レポートに関する著作権および一般情報：**
 - Copyright 2014 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. 無断使用・転載を禁ず。iQmethod, iQmethod 2.0, iQprofile, iQtoolkit, iQworksはBank of America Corporation.の商標です。iQanalytics®, iQcustom®, iQdatabase® はBank of America Corporation.の登録商標です。本レポートはBofAメリルリンチの顧客を対象に作成したものであり、レポート全体または一部の如何にかかわらず、いかなる形式であろうとも、BofAメリルリンチの合意なしに転用、転送、または開示することを禁じます。BofAメリルリンチ・グローバルリサーチの調査レポートは、調査レポートを掲載できる社内向け、顧客のウェブサイト向け、およびその他のポータルに同時配信され、公に配布される資料ではありません。無許可の使用または開示を禁じます。本レポートを受領し、読まれるにあたっては、BofAメリルリンチの管轄役職員の許可を事前に得ない限り、本レポートの内容、意見、結論または情報(投資評価、予想、目標株価を含む)を転用、転送、または第三者へ開示しない旨、合意されているものとみなします。
 - BofAメリルリンチ・グローバルリサーチが作成する資料は公開情報に基づくものです。本資料中に提示された事実や見解は、投資銀行部門を含むBofAメリルリンチの他部門に所属する専門職員による確認が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものでもありません。BofAメリルリンチは、BofAメリルリンチ・グローバルリサーチと一部の事業部門との間に情報隔壁を設けています。そのためBofAメリルリンチでは、リサーチレポートにおいて、特定の顧客関係や、当該顧客企業より受け取る報酬については開示していません。本レポートにおいて訴訟案件や法的問題が言及されている場合でも、本レポートは、いかなる法的結論、意見、アドバイスを提供するものではありません。本レポートの内容に関連する法的問題については、ご自身の法律アドバイザーにご相談されるようお勧めします。本レポートで言及している企業が関係している訴訟においてBofAメリルリンチのグループ会社及び／またはその役職員が原告、被告、共同被告、或いは共同原告となっている場合、BofAメリルリンチ・グローバルリサーチ部員の当該訴訟に関する知識は公開情報に基づいています。本資料で提示されている、いかなる訴訟案件に関する事実や見解も、それら訴訟案件に関連した法的措置や法的事項についてBofAメリルリンチの他部門の専門職員による確認や協議が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものでもありません。
 - 本レポートは、その中で言及している証券の発行体と関係なく独自に作成したものであり、いかなる証券売り出し提案に関係しているものでも、あるいは証券発行体の代理者として作成したものでもありません。MLPF&S、その関連会社、または当該会社に所属するリサーチアナリストのいずれも、発行体の代理として表明・保証を行う権限を一切保有していません。BofAメリルリンチ・グローバルリサーチのポリシーに基づき、調査部員は投資評価、推奨、投資論点を含む調査レポートを発行する前に、発行体による確認のために推奨、投資評価、または投資論点を公表することを禁じられています。
 - 本書で言及している金融商品の税制に関する情報は、いかなるものも税制上のアドバイスの提供を目的としたものでもなく、第三者が税制上のアドバイスの提供に使用することを認めるものでもありません。それぞれの状況に基づき税に関する独立機関から税制上のアドバイスを受けられるようお勧めします。

その他重要開示事項

- 本レポートで言及している情報(BofAメリルリンチおよび関連会社に関するディスクロージャー情報を除く)は複数の情報源から入手したものであり、その正確性を保証するものではありません。本レポートには第三者のウェブサイトへのリンクが含まれている可能性があります。BofAメリルリンチは第三者のウェブサイトのコンテンツに関して、あるいは第三者ウェブサイトに含まれるリンク先のコンテンツに関して責任を負うものではありません。第三者ウェブサイトのコンテンツは本レポートの一部を構成するものではなく、参照することにより本レポートに含まれるものでもありません。本レポートに含まれるリンクはBofAメリルリンチによる内容支持やBofAメリルリンチとのいかなる関係をも示唆するものではありません。第三者ウェブサイトへのアクセスはご自身の責任において実施してください。第三者ウェブサイトへ個人情報を提出するときには、事前に当該ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約をご確認されますようお願いいたします。BofAメリルリンチは第三者ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約に対して責任を負うものではなく、いかなる義務を負うものでもありません。
- 発行済みレポートの中には、証券、金融商品、および／または発行体に関する議論や投資評価がすでに更新されているものがある可能性があります。投資を決定するにあたっては企業や発行体に関する最新調査レポートをご参照していただきますようお願いいたします。
- 企業や発行体がリストラクティッド、アンダー・レビューまたはエクステンディッド・レビューに分類されている可能性があります。その場合には、当該企業や発行体(またはその証券および／または金融商品)に関する投資評価が一時停止または一時取り消されることを念頭におき、当該発行体(またはその証券および／または金融商品)に関する分析や投資評価に依存したり、そうした分析や投資評価を売買勧誘とみなしたりしないようお願いいたします。MLPF&Sまたはその関連会社に所属するセールス担当者やファイナンシャルアドバイザーは、リストラクティッド期間やアンダーレビュー期間にある証券や金融商品の売買勧誘を認められていません。エクステンディッド・レビュー期間にある証券は、社内規定に基づく場合にのみ売買勧誘が認められています。
- BofAメリルリンチおよびBofAメリルリンチの役員または従業員は、本レポートの使用またはその内容から生じうる直接的、間接的または派生的な損害または損失に対して一切責任を負うものではありません。