



日本総研

The Japan Research Institute, Limited

お問い合わせ

株式会社 日本総合研究所 広報部

電話: (03) 6896-1601

メール: webmaster@jri.co.jp

東京都品川区東五反田2丁目18番1号

大崎フォレストビルディング 〒141-0022

<https://www.jri.co.jp/>

日本総研ニュースレター

2023年6月号 第179号

上場企業が迫られる資本コスト経営 — 2
～今後の資本コスト開示を見据えて～
理事 山田 英司

脱炭素に係る生活者の行動変容 — 3
～契機づくりと自分事化がカギ～
リサーチ・コンサルティング部門 プリンシパル 佐々木 努

経済・政策レポート — 4
レポート
定期刊行物



次世代の国づくり

上場企業が迫られる資本コスト経営 ～今後の資本コスト開示を見据えて～

理事 山田 英司

市場活性化に向けた取り組みを進める東証

昨年4月に東証の市場再編が行われ、予想通り多くの東証1部企業がプライム市場に移行した。経過措置として、プライム市場の基準に満たない企業にも暫定的に上場を認めたからであるが、この状況を「横滑り」と受け止める批判も絶えなかった。

そこで、東証は約270社が対象となったこの措置を2026年3月に終了することとし、さらに本年3月には、資本効率や株価を意識した経営を求める要請を、プライム、スタンダード上場約3300社に向けて行った。特にPBR(株価純資産倍率)が1倍を下回る企業については、資本収益性や成長性に課題があるとして、改善目標を設定し、達成に向けた取り組み方針の公表を求めている。

これらの一連の動きからは、市場再編を形式で終わらせず、本来の目的である市場の活性化を実現させようとする東証の強い意志が感じられる。中でも特に着目すべきは、上場企業に対し、資本コストへのより踏み込んだ意識づけと対応を求めている点である。

注目が高まる「資本コスト」

資本コストとは、企業の資金調達に要するコストであり、具体的には、有利子負債にかかるコストのほか、株式に対する配当や株価上昇期待も含むものである。経営者は、投下資本に対する収益が資本コストを上回る水準に保つことで投資先としての自社の魅力を高め、資金調達を容易にすることができる。これによって株価の適切な上昇を伴うことが期待できることから、株式市場の活性化を図りたい東証が資本コストを重要視するようになったのは当然といえよう。

もっとも、資本コストについては2015年のコーポレートガバナンス・コード施行や改訂、各種実務指針の発表ごとに言及されており、概念自体は目新しいものではない。実際、ポートフォリオマネジメントにおける事業の参入・撤退やM&A、設備投資などの重要な意思決定の際に、資本コストを念頭に置く上場企業は増加している。

今回の要請は、資本コストを、事業参入・撤退や投資の判断基準とするばかりでなく、自社の企業価値の分析や、中長期の企業価値向上策を示すために活用し、それらに

ついて投資家と建設的な対話を行うべきとした点に大きな特徴がある。さらに、要請では、資本コストの算出や分析の視点を具体的に示していることから、資本コストを梃子とした経営を上場企業に浸透させる強い意志がうかがえる。中期的には、資本コストの算出や分析なども、必要に応じて外部に開示要請することを展望しているとも想定される。

迫られる資本コスト開示と体制整備

上場企業では資本コスト開示の準備が必要となるが、資本コストそのものの算定・開示だけでは不十分と思われる。

具体的には、資本コストを軸に理論株価を算出し、実際の株価との比較によって市場からの評価を認識した上で、資本コストを上回る収益の確保を目指す戦略を策定し、必要な投資を継続的に実行する必要がある。さらに、ROICツリーなどを活用して、事業・投資の効率性を適切にモニタリングすることに加え、最適な調達構造から資本コストを適正化するという経営システムの構築と運用が求められる。

特に、近年では、投資家サイドが開示情報を基に上場企業の資本コストを推計し、そこから企業価値や理論株価を算定することが一般的となった。そのため、今後は企業サイドも自社の資本コストについてより踏み込んだ分析や対応方針を示さなければならない。その際、企業サイドでは、経営システムの構築と運用のほか、投資家に対峙する役割も担うCFO人材の育成や、マネジメント層のファイナンスリテラシーの向上が不可欠となる。

これらの環境整備と内容についての具体的な議論を進めるにあたっては、資本コスト算定方針や実際のプロセスも含めて、社外取締役が取締役会で適切に監督することが求められており、そのためには社外取締役もスキルの涵養が必要といえよう。

現状では、人材確保や教育も含めて、多くの上場企業が手探りで対応の段階にあると思われる。しかし、初めから精緻かつ完璧であることにこだわらず、内部・外部との対話を積み重ねながら、資本コスト経営を作り上げていく、このプロセスが上場企業には求められていると筆者は考える。



山田 英司(Eiji Yamada)
早稲田大学法学部卒業、英国国立ウェールズ大学経営大学院(MBA)、EUビジネススクール(DBA)修了
上場企業の関係会社および企画・管理部門で経営管理、事業再編に関する業務に従事した後、2001年より株式会社日本総合研究所に入社。ガバナンス・M&A・グループ経営、およびインフラ産業に関するコンサルティングや情報発信活動に従事

脱炭素に係る生活者の行動変容 ～契機づくりと自分事化がカギ～

リサーチ・コンサルティング部門 プリンシパル 佐々木 努

注目される脱炭素に係る生活者の行動変容

先日札幌で G7 気候・エネルギー・環境大臣会合が開催された。カーボンニュートラルの実現の重要性が改めて確認される中、生活者の行動やライフスタイルの変容による需要側の対策の強化が指摘されたことに注目したい。

「脱炭素につながる新しい豊かな暮らしを創る国民運動」を立ち上げた環境省は、脱炭素につながる製品・サービスの提供・提案やインセンティブ・情報発信を通じた行動変容の後押しを目論む。

行動変容のポイント

そこで取り上げられている取り組み例を見ると、脱炭素に係る行動変容のポイントは次の 3 つに整理できる。

①行動が正しいことを伝える

博報堂が主導する「Earth hacks」では、CO2 排出量の従来製品比での削減率「デカボスコア」を表示した商品を紹介・販売する。自身の購買行動が正しく社会に貢献できていることを見せ、行動を促す。

②行動が役に立つことを伝える

北九州市の「KitaQ Zero Carbon」では、「actcoin」というアプリを活用して市民の社会貢献活動の参加状況を可視化する。自身の行動は小さくても、皆が集まれば大きな貢献になるのを見せ、行動を促す。

③行動が難しいことを伝える

仙台市などで展開されている「SPOBY」では、乗り物で移動すべき距離を歩行や自転車移動した場合の CO2 排出抑制をポイント付与する。アプリを使って散歩するだけで貢献できる気軽さで、行動を促す。

ポイント付与による行動変容の功罪

ロイヤリティマーケティング社の「Green Ponta Action」や川崎市と富士通による「Green CarbOn Club」も注目される。これらのアプリでは、歩数や快適睡眠など参加者の行動や環境関連の記事閲覧や催事参加などでポイントが付与され、行動変容を促すインセンティブとなっている。

こうした行動変容のプログラムは、「可視化」と「ポイント付与」を主な動機に据えて設計されている。

これらのうち「可視化」は、脱炭素の効果を計測する上でも欠かせない機能である。しかし、「ポイント付与」に過度に依存した設計には注意が必要となる。ポイントは行動変容を促す施策としては即効性が高い一方で、一度経済的インセンティブで動いたユーザーは、その動機を失うと行動を持続させる意欲を失いがちとなるからである。

ポイントの「原資」があるうちに行動変容を持続・定着させ、ビジネスモデルの構築を図ることが肝要となる。ただし、この壁を乗り越えるのは相当に難しく、工夫が必要となる。

非経済的インセンティブによる行動変容

この壁を乗り越えるヒントとなるのが、DATAFLUCT 社がプロサッカークラブの松本山雅 FC と共同で取り組む、ファンのエコ行動による CO2 削減である。使用するアプリ「becoz challenge」は、日々のエコ行動を可視化するが、直接的なポイント付与による動機付けというよりは、「自分が応援するチームのため」という非経済的な動機で CO2 削減行動を促すことに大きな特徴がある。これであれば、ファンであり続ける限り、動機は維持できそうである。

契機づくりと自分事化が行動変容のカギ

広く全体的な「マス」に対して行動変容を促すのが難しいのは、「脱炭素」というテーマが多くの人にとって、自分に関係のないこと、興味・関心がないこと、すなわち他人事であるということに尽きる。だから、多くの人に興味を持ってもらえる「ポイント」を設定することとなる。

生活者に脱炭素を自分事化してもらおうにも、そもそも興味・関心が低いと難しい。だから、「脱炭素を知ってください」と正面突破するのではなく、「面白そうだな」や「たまたまやってみた」という別角度から脱炭素に触れる契機をつくり出すことが肝要である。そこから、楽しみながら学ぶことなどで、実際に脱炭素行動変容を経験してみることが有用と考える。

どのようなアプローチが生活者に「受けるか」を考えるのは、まさにマーケティング活動そのものである。属性に適したやり方で丁寧にコミュニケーションを設計するほかにない。



佐々木 努 (Tsutomu Sasaki)
2005 年京都大学大学院工学研究科都市環境工学専攻修了。日本総研では、環境・エネルギー分野の事業戦略・事業開発支援に従事。現在は、生活者の意識・行動変容を促し、社会課題解決を目指す「グリーン・マーケティング・ラボ」を設立し、推進中。

経済・政策レポート

(2023 年 5 月 1 日～2023 年 5 月 31 日)

レポートの全文は、原則的に全て日本総研ホームページ
(<https://www.jri.co.jp/>)の“経済・政策レポート”内に掲載されています。

レポート

リサーチ・アイ

(ホームページ: 経済・政策レポート>リサーチ・アイ)

わが国に求められる天然ガスの「脱ロシア」戦略

(調査部 研究員 梶野裕貴／2023 年 5 月 9 日)

わが国は依然としてロシア産天然ガスに依存している。ロシアからのガス調達ができず電力不足に陥ると、経済に大きなマイナス影響が現れることになる。早急に天然ガスの脱ロシア戦略を策定し、計画的に対露依存度を制御すべき。



日本経済予測: 23 年度+1.4%、24 年度+1.3% —コロナ禍からのリバウンドが一巡した後も、賃上げが内需を押し上げ—

(調査部 マクロ経済研究センター 研究員 北辻宗幹／2023 年 5 月 17 日)

1～3 月期の実質 GDP は、3 四半期ぶりのプラス成長。経済活動の正常化を背景に、内需が幅広い分野で増加。先行き、サービス分野のリバウンド需要がけん引する形で景気が回復する見込み。その後も、賃上げなどが支えとなり、内需主導での景気回復が続く見通し。



サービスが個人消費の回復をけん引

—生活・行動様式の変化による逆風も—

(調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 井上肇／2023 年 5 月 18 日)

欧米諸国よりも経済活動の再開が遅れたわが国では、サービス消費がコロナ前の水準に戻っていない。今後もリバウンド需要や賃上げに支えられ、サービス消費の回復が続く見込みであるものの、コロナ禍による生活・行動様式の変化で、そのペースが緩やかになる可能性がある。



欧州のエネルギーインフレは沈静化へ

—ロシア産ガスの代替調達を拡充。今年の CPI を▲0.8%下押し—

(調査部 マクロ経済研究センター 研究員 後藤俊平／2023 年 5 月 19 日)

欧州では、ガス価格が下落。各国でガス需要が大幅に抑



制されたほか、ロシア産ガスの代替調達が進み、深刻なガス需給のひっ迫が避けられたことが背景。先行きも現行水準近辺での推移を予想。その場合、2023 年通年で物価を▲0.8%程度下押しへ。

天然ガス輸出は米国景気の押し上げ要因に

(調査部 研究員 梶野裕貴／2023 年 5 月 25 日)

米国では、天然ガス輸出が増加している。欧州を中心とする LNG 需要の増加が背景にある。米国の LNG 輸出は今後も増加し、景気の押し上げ要因になると予想される。

関西の建設投資の動向

—需要は旺盛ながら、人手不足がボトルネックに—

(調査部 関西経済研究センター 副主任研究員 西浦瑞穂／2023 年 5 月 29 日)

関西では建築物着工床面積は 2010 年度に底打ち後、概ね横這い圏で推移。他方、手持ち工事月数は他地域に比較して高水準に。都市再開発事業や万博、大阪 IR など建設需要は盛り上がりが見込まれる状況ながら、人手不足がボトルネックとなる懸念。



リサーチ・フォーカス

(ホームページ: 経済・政策レポート>リサーチ・フォーカス)

期待が高まる地方銀行による中小企業 DX 支援 ～DX 人材の強化とソリューションの多様化が急務～

(調査部 主任研究員 大嶋秀雄／2023 年 5 月 2 日)

中小企業の DX 推進に向けて、多くの中小企業と取引のある地銀によるサポートへの期待が高まっている。地銀には、外部人材の確保や内部人材の育成を通じた人員強化や他社連携を通じたソリューションの多様化によって、DX 支援体制を強化することが求められる。



賃上げ定着のカギ握る高齢者の値上げ耐性

—労働参加の促進で所得環境の改善を—

(調査部 マクロ経済研究センター所長 西岡慎一／2023 年 5 月 10 日)

賃金が上昇しても、物価が上昇すると公的年金の給付額は実質的に目減りし、高齢者の消費は減少する可能性。消費は盛り上がりえずに、企業の価格転嫁姿勢は後退し、賃上げの動きが途絶える恐れ。労働参加の促進で高齢者の所得環境を改善させる必要。



公共調達における人権デュー・ディリジェンスのあり方

～求められる中央調達機関の設置～

(調査部 主席研究員 森口善正／2023 年 5 月 19 日)

政府は、人権リスクが高いと評価される公共調達のサプライヤーに対し、人権デュー・ディリジェンスの実施を実効性ある形で求めるべきである。その際、中央調達機関を設置して一般的な調達を集約することで、調達コストの削減のみならず、調達機関の事務負担の軽減を図り得る。



エルニーニョ現象でアジア経済に下振れリスク—農業や水力発電への依存度が高い国への悪影響が大—

(調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 熊谷章太郎／2023 年 5 月 23 日)

2023 年の夏から秋にかけて高い確率でエルニーニョ現象が発生すると見込まれている。それに伴う異常気象が農業依存度や水力発電への依存度の高い東南アジアや南アジアの景気に対して下押し圧力をもたらす可能性がある。



OECD 薬剤費統計の留意点

(調査部 副主任研究員 成瀬道紀／2023 年 5 月 30 日)

OECD の薬剤費統計は、財政制度等審議会など薬剤への資源配分に関する政策を議論する重要な政策決定の場でしばしば用いられる。もともと、国内では定義が十分知られていないうえ、わが国の数値には異常値がみられるなど、利用には留意が必要である。



ビューポイント

(ホームページ: [経済・政策レポート](#) > ビューポイント)

インボイス制度導入を契機に考える中小企業の DX 推進策のあり方

(調査部 金融リサーチセンター 主任研究員 谷口栄治／2023 年 5 月 10 日)

わが国の中小・零細企業の生産性向上に向けては、DX の推進が不可欠であり、2023 年 10 月のインボイス制度(適格請求書等保存方式)導入を契機に、中小・零細企業の DX に向けた機運を高めていく必要あり。



一般会計歳入の増加に向け時限的に外為特会のさらなる活用を

(理事 牧田健／2023 年 5 月 11 日)

大幅な円高リスクの後退、日米金利差拡大等



を背景に、当分の間外為特会剰余金の増加が期待されるなか、消費増税実現までのつなぎ資金として、時限的に同剰余金の一般会計歳入への繰り入れを増やしていくことは検討に値しよう。

少子化対策への社会保険料利用 8 つの問題点

(調査部 主席研究員 西沢和彦／2023 年 5 月 23 日)

少子化対策の財源に社会保険料を利用する案が論点となっている。この案は、社会保険の原理原則に反する上、既存の社会保険制度を一段と複雑にするとともに持続可能性を脅かし、若者の雇用を不安定にし、さらに、高齢者や資産家優遇になるなど多くの問題点がある。



全国平均 1000 円超時代の最低賃金の在り方

—欧州の事情を参考にした 5 つの提案—

(調査部 客員研究員 山田久／2023 年 5 月 23 日)

2023 年の最低賃金は全国加重平均 1000 円の達成が視野に入る。現行の決め方に綻びが見られ、経済環境も大きく変わるなか、最低賃金の決め方の抜本的見直しが求められている。欧州の事例を参考に、カイツ指標による目標設定や「登坂車線レート」、産業別最低賃金の積極活用などを提案。



JRI レビュー

(ホームページ: [経済・政策レポート](#) > JRI レビュー)

カーボン・プライシングの活用に向けた課題—炭素価格引き上げの国内環境整備と国際協調を—

(調査部 上席主任研究員 蜂屋勝弘)

政府よりカーボン・プライシング活用方針が示されたが、将来の炭素価格水準は不明。炭素価格を引き上げる際には、カーボン・リーケージ回避との両立が課題であり、引き上げやすくする国内環境整備と国際協調が重要。



中小企業によるスタートアップとのオープンイノベーション

(調査部 上席主任研究員 岩崎薫里)

これまでスタートアップと連携するのは主に大企業であったが、ここきて中小企業との連携が全国各地で散見されるようになってきている。それにより中小企業が新規事業開拓や DX に向けて前進することに加えて、地域全体の活性化にもつながることが期待できる。



認知症高齢者の日常的金銭管理をめぐる課題 —電子マネーの活用を解決の一助に—

(調査部 副主任研究員 岡元真希子)



認知症あるいは加齢により金銭管理が難しい在宅高齢者は 390 万人に上るとみられる。親族による支援を受けられない高齢者のための制度は現金主義のため供給制約を生んでいる。日常的な金銭管理をキャッシュレス化することで支援者側の負担とリスクを減らすべき。

過疎法の意義を問い直す

(調査部 副主任研究員 立岡健二郎)



「過疎」に指定される市町村が全国の過半数を占めるようになった。人口減少時代、過疎市町村に特別な支援を続ける意義はもはや薄れている。過疎法は衣替えを繰り返しつつ現在まで 50 年以上存続しているが、根本的に見直す時期に来ているのではないかな。

企業のネイチャーポジティブ実践に向けて(前編)

—自然関連インパクト評価ツールの提案—

(創発戦略センター スペシャリスト 今泉翔一郎)



企業が、ネイチャーポジティブに向けて、適切かつ効果的な実践を行うには、事業活動の自然関連のインパクト評価が必要である。本論では、自然関連インパクト評価を行いやすくするツールの提案と、その開発方針について述べる。

地域の経済・環境・社会価値を最大化するバイオマス活用方針の策定手法の提案

(創発戦略センター コンサルタント 福山篤史)



バイオマスの活用は、カーボンニュートラルの実現、地域産業の振興が求められる昨今、高い期待を集めている。本稿では、バイオマス活用による各地域の経済・環境・社会の価値を最大化する原料と用途の組み合わせを選定する手法を提案する。

RIM 環太平洋ビジネス情報

<Vol.23 No.89>

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>RIM 環太平洋ビジネス情報)

中国半導体産業の行方

—デカップリングと自給戦略の成否—

(調査部 上席主任研究員 三浦有史)



米国の輸出管理規制の強化によって、中国の半導体産業は最先端の半導体の製造が難しくなった。しか

し、中国の同産業をけん引するのはレガシー半導体であるため、規制の影響はそれほど大きくない。人材不足、非効率な産業政策、高い製造コストといった問題を克服できるかが今後の焦点となる。

ASEAN 諸国の金融包摂の進展をもたらす金融サービスの 변화

—オルタナティブ融資、オープンファイナンス、組み込み型金融—

(調査部 主任研究員 清水聡)



ASEAN 諸国では、金融包摂が重要課題と認識されている。そのためにフィンテックの進展が重要な役割を果たすことが期待され、本稿ではオルタナティブ融資やオープンファイナンスなどに注目して、現状や課題について述べる。

上昇する中国の潜在不良債権比率

—企業の財務データからみた不良債権問題の現状と展望—

(調査部 主任研究員 関辰一)



中国では、不動産不況が企業業績に大きなマイナス影響を与えたことで、不良債権に転換しかねない企業の債務が急増した。中国政府が公表する低い不良債権比率をもって、企業の財務体制が健全で、金融危機発生の可能性が低いことを意味しない。

原油取引を中心に急接近する印露経済関係の行方

(調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 熊谷章太郎)

インドは原油取引を中心に経済面でロシアに接近している。先行きを展望すると、ロシア産原油の割安感や中東産原油の供給安定性を踏まえて、インドは臨機応変にロシアからの原油輸入割合を調整すると見込まれる。

現実路線にシフトした中国の「一帯一路」

—巨大経済圏構想から持続可能な対外経済協力策へ—

(調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 佐野淳也)



中国の習近平政権が掲げた一帯一路は、対外融資・援助の頭打ちなど、取り巻く環境の変化を受け、メディアが評した巨大経済圏構想から現実的な対外経済協力策へと変貌した。プレゼンス低下を最小限にすべく、TPP11 への加盟などを模索するとみられる。

ASEAN 諸国のグリーン・ファイナンスを拡大させるための課題

—公的部門の役割強化、金融システムの整備、インパクト投資の拡大—

(調査部 主任研究員 清水聡)

気候変動対策に資金を確実に供給するには、ファイナンスのリスク・リターンのバランスを改善することが不可欠である。そのためには政府・公的部門が多様な役割を果たすことが必要であり、本稿では官民双方に求められる課題について包括的に述べる。

定期刊行物

[日本経済展望 <2023 年 5 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[日本経済展望](#))

[米国経済展望 <2023 年 5 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[米国経済展望](#))

[欧州経済展望 <2023 年 5 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[欧州経済展望](#))

[中国経済展望 <2023 年 6 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[中国経済展望](#))

[為替相場展望 <2023 年 5 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[為替相場展望](#))

[原油市場展望 <2023 年 5 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[原油市場展望](#))

[最近の経済指標\(国内\) <毎週月曜日>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[最近の経済指標\(国内\)](#))

[アジア・マンスリー <2023 年 6 月>](#)

(ホームページ: [経済・政策レポート](#)>[アジア・マンスリー](#))