

# 日本株式

次の変革の時代に向けて準備をする

2023年4月11日

Chief Investment Office GWM

居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 多くの日本企業が岐路に立たされている。自己資本利益率(ROE)の向上に向け大きな圧力を受けており、これが事業ポートフォリオのさらなる再編、配当性向や自社株買いの活発化の可能性につながるとみられる。
- 東京証券取引所は、株価純資産倍率(PBR)が1倍を割り込んでいる企業に対して、ROEの向上と資本効率改善に向けた方針および施策の開示を求めている。
- 多くの日本企業がPBR1倍を大きく下回っている中、長期的な視点に立った企業変革が優れた投資機会をもたらすと考えている。



出所: UBS

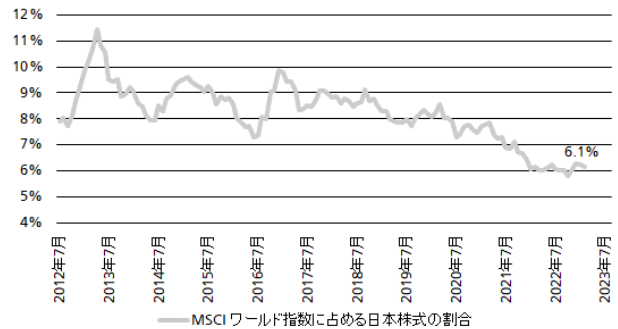
## 我々の見解

多くの日本企業が岐路に立たされている。日本企業は、事業ポートフォリオの最適化を進め、伝統的な終身雇用制度を見直し、資本政策を見直す必要がある。いまやアクティビストのみならず機関投資家や日本の証券取引所からも、未曾有の圧力を受けている。

新たな変革を求める動きの裏には危機感がある。世界の株式市場に占める日本の割合は、2013年の11.5%から2023年には6.1%へと低下している(図表1参照)。2013年、海外投資家はアベノミクスが標榜した3本の矢(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)に高い期待感を示した。だが、日本企業の利益は低金利と円安によって押し上げられてきたものの、総じて成長力は依然みえにくい。

このような停滞した状況は、日本企業の低いROEに見て取れる。2022年に始まったコロナ後の利益回復にもかかわらず、日本企業のROEは依然として8~9%近辺にとどまる。日本企業のROEが低いのは、バランスシート上に多額の株主資本が積み上がっているためだと考える。また、多くの企業が手元資金を多く抱えすぎる傾向にある。

図表1ー MSCI ワールド指数に占める日本の割合は低下している



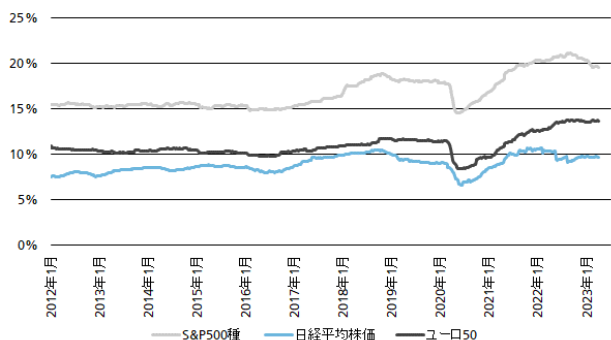
出所: ブルームバーグ、UBS

だが、より本質的には、こうした低ROEの根源は収益率の低さにある。低収益は、循環的低下の影響を受けやすいことを意味する。売上高の減少が比較的小幅で済んだとしても、固定費が収益を圧迫するからだ。よって、低収益企業の株式バリュエーション(株価評価)は、高収益企業を大きく下回る傾向にある(図表2参照)。

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese equities: Are companies ready for the next wave of corporate transformation?”(2023年4月11日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年4月13日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

# 日本株式

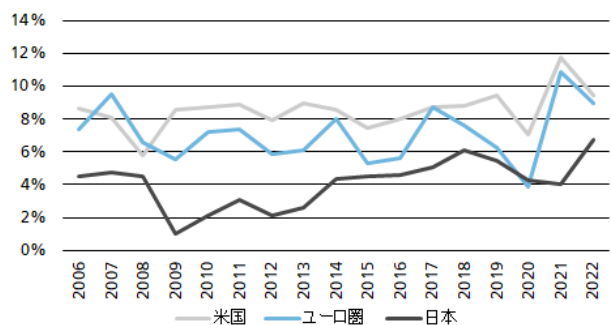
図表 2 – 日本企業の ROE は米欧企業よりも低い



出所: ブルームバーグ、UBS

日本企業の過去の平均純利益率は、ピーク時で約 5~6%である。これは、欧米企業の 8~10%を大幅に下回る。現在、日本企業の利益は過去最高に近い。これらを勘案すると、TOPIX500 企業(東証株価指数の時価総額上位 500 銘柄で構成される)の低 ROE がバリュエーション低迷の要因となっている(図表 3 参照)。

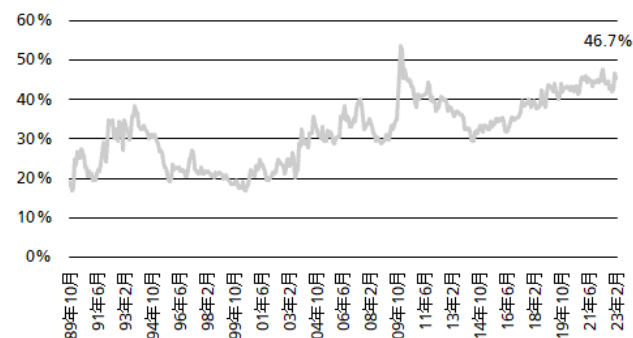
図表 3 – 日本企業の純利益率は米欧企業よりも低い



出所: ブルームバーグ、UBS

実際、日本の大手上場企業 500 社のうちほぼ半数において、PBR が 1 倍を割り込んでいる。過去を遡ってみると、PBR1 倍割れの企業の割合は、2008 年の世界金融危機時の水準に近づいている(図表 4 参照)。つまり投資家は、多くの日本企業が事業リスクに見合った十分な価値を創造していないと考えている。

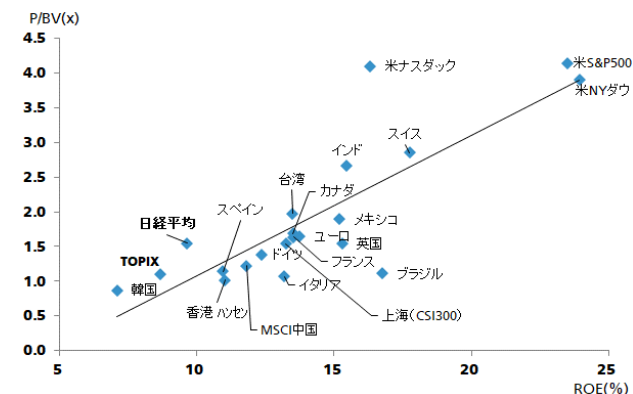
図表 4 – 日本企業のほぼ半数は PBR が 1 倍を割り込んでいる



出所: ブルームバーグ、UBS

2023 年 1 月、東京証券取引所は PBR が 1 倍割れの企業に対する方針を発表し、これら企業に ROE と企業価値の向上を強く推奨した。図表 5 からわかるように、各国の株式指数と比較すると、TOPIX と日経平均株価は回帰直線より上に位置している。これが示すところは、まずは ROE を引き上げない限り、日本企業のバリュエーションが上昇する可能性は低いことを意味する。一般的に ROE を引き上げる方法は、純利益の増加と株主資本の縮小の 2 つだ。我々は、日本企業はそのどちらにも取り組むべきだと考えている。

図表 5 – 日本株式のバリュエーション向上には ROE 上昇が不可欠



出所: ブルームバーグ、UBS

## 日本企業はどうしたら変わるか？

日本企業は 3 つの点を検討すべきだと考える。1 つ目は、事業ポートフォリオの効率化だ。総じて日本企業は 1 企業内に事業セグメントを多く抱えすぎる傾向にあり、緊密な連携に欠けるため異なる事業間でシナジーを創造できていない可能性がある。

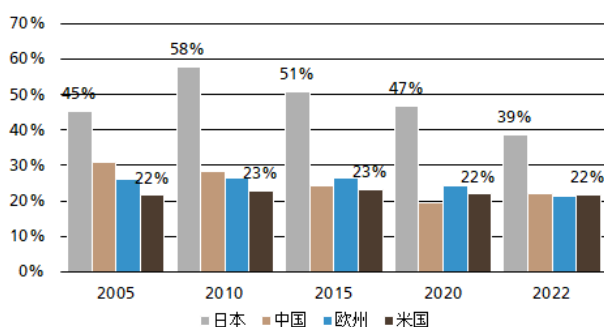
日本の大手総合電機メーカーは、2010 年当時、10 以上の事業セグメントと 20 以上の上場子会社があった。だが、中核事業を経営的に見直し、上場子会社 10 社の売却とさらなる事業セグメントのスリム化を進めた結果、コングロマリット・ディスカウント(多くの産業を抱える複合企業の企業価値が、各事業の企業

## 日本株式

価値の合計よりも小さい状態)が改善した。この事例は、日本企業も変革できるという成功例であり、多くの企業が事業ポートフォリオを体系的に見直して同様の変革を検討すべきだと我々は考えている。

2つ目は、日本企業は製造能力、新技術への取り組み、人材への投資を加速化させる必要がある。図表6が示すように、日本企業の固定資産は主要国の企業よりも老朽化が進んでおり、これが将来の生産性向上の足かせになる可能性がある。

図表6 – 償却済みの固定資産が総資産に占める割合は日本企業が最も高い



出所: ブルームバーグ、UBS

3つ目は組織構造だ。日本企業は終身雇用と年功序列で知られる。こうした制度に一定の利点はあるものの、日本企業は事業環境の大きな変化や将来の労働力不足への対応に遅れを取らないよう、迅速に適応する必要がある。

また、日本企業による海外企業の買収が増えているが、これは日本の本社が組織内の社員異動を促進する好機となるとみている。またそのために、海外の事業部門と足並みをそろえた、新たな人事評価制度を創設する可能性がある。人材開発は組織構造の潜在的なギャップを克服する鍵を握るものだ。

結論として、現在多くの日本企業が ROE 向上という大きな圧力を受けており、これが事業ポートフォリオの再編、配当性向や、自社株買いの活発化の可能性につながるとみている。多くの企業で PBR が 1 倍を割り込んでおり、長期的な視点に立った変革が自社の位置づけの向上を促し、優れた投資機会をもたらすと考えている。

# 日本株式

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサテライトレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突如大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号  
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動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損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

# 日本株式

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

## UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

## その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者  
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号