

日本企業のガバナンス改善が株主リターンの鍵

日本株式

小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域 CIO(最高投資責任者); 上里 啓、ストラテジスト

- 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、増配や自社株買いの活発化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を開示するよう求めている。
- 日本の上場企業の多くが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る。



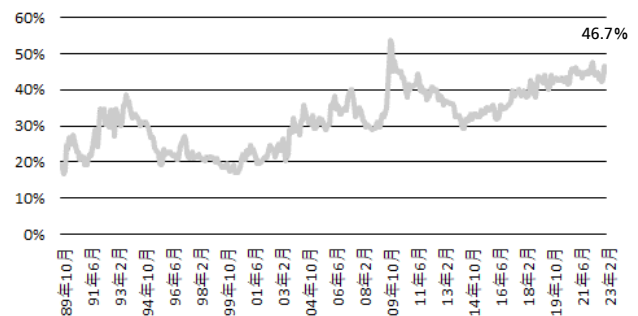
我々の見解

多くの日本企業が岐路に立たされている。事業ポートフォリオの最適化を進め、資本政策を見直すよう、未曾有の圧力を受けている。こうした圧力はアクティビストのみならず、機関投資家や国内の証券取引所からも生じている。

東京証券取引所は2022年に市場区分の再編を開始した後、PBRが1倍割れの企業に対してROEと企業価値の向上を強く求めている。東京証券取引所の要請に続いて、金融庁(「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」)は、コーポレートガバナンス改革を促すための意見書とアクション・プログラムを公表した。アクション・プログラムでは、企業に対して形式的な体制の整備ではなく実質的な成果を求めている。こうした東京証券取引所と金融庁の共同の取り組みにより、企業は情報開示を充実させ、投資家との建設的な対話を深め、最終的に企業価値を高めることに繋がるだろう。

日本の上場企業上位500社のうち約47%の企業が、PBRが1倍を割り込んでいる(図表1参照)。過去を遡ってみると、この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。そうした企業の間では切迫感が高まっており、当面は株主還元拡大によりROEの向上を図るとみている。

図表1—TOPIX500銘柄の約半数がPBR1倍割れ



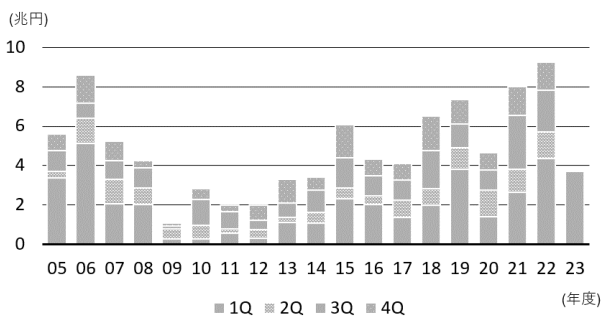
出所: ブルームバーグ、UBS

市場ではすでに効果が見え始めており、2023年度第1四半期(4-6月期)間に増配と自社株買いの増加がみられた(図表2参照)。世界経済の見通しが不透明で企業の2023年度業績計画が振るわない中、足元までの自社株買いは、前年同期の水準を下回るものの、極めて堅調であるといえる。企業業績が底堅いものとなる限り、こうした傾向は2023年を通じて続くと思われる。

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: Japan's corporate governance improves shareholders' return: update”(2023年6月12日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年6月15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

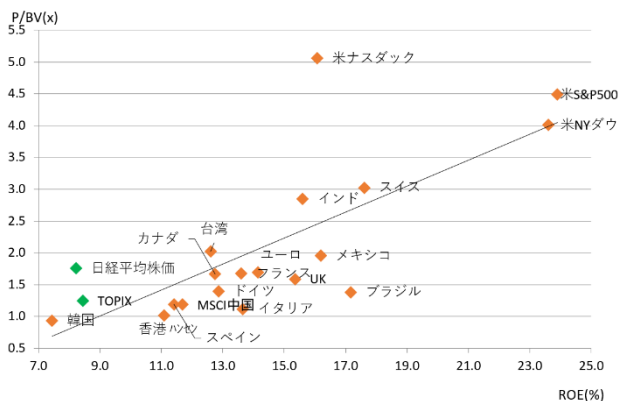
図表 2 – 自社株買いの発表が増加



出所: ブルームバーグ、UBS

日本の PBR-ROE は、世界の市場の中で最低水準にある(図表 3 参照)。収益性の低い企業が多く存在することで日本株式市場は魅力度が低下しており、よって PBR は他国の株式市場に対して全体的に割安であると考えられる。利益率が低い企業が ROE を高めれば、日本企業全体の価値が高まるとみている。

図表 3 – 日本株式のバリュエーション上昇には ROE の改善が必要



出所: ブルームバーグ、UBS

今回はこれまでとは違うのか?

かつて日本のコーポレートガバナンスが注目されたのは、ステewardシップ・コード(2014年)とコーポレートガバナンス・コード(2015年)が導入された時期だった。当時、企業は事業の規律性と資本の効率性を高める必要性を感じていた。そのため自社株買いと株式の持ち合い解消が活発化した(図表 2 参照)。

しかし、そうした傾向は 2016 年の中国株式市場の下落をきっかけとする世界経済の低迷で弱まった。日本のコア・インフレ率(生鮮食品を除いた総合指数)は 2015 年から 2016 年の間にマイナス圏を推移し、日銀は 2016 年にマイナス金利を導入した。しかし、過去とは異なり、今日のマクロ環境は 2023 年以降のコーポレートガバナンス改革を後押しするものと考えられる。コア・

インフレ率は 2023 年第 1 四半期に 3%を超えており、2024 年も 1.5%を上回る水準を推移すると見込まれる。また 2023 年春闘の賃上げ率は 30 年ぶりの高水準まで加速した。

日銀が金融政策を変更すれば、日本 10 年国債利回りは緩やかに上昇するだろう。そうなれば現在より高い配当利回りが要求され、配当利回りの上昇は株式投資の魅力度を高めることに繋がろう。日本企業の業績は経済再開による旺盛な需要に支えられ、2023 年度、2024 年度決算は底堅い水準を維持するとみている。以上により、日本のコーポレートガバナンスは改善が続き、今後数年にわたり株主還元は拡大すると考える。長期的には、事業ポートフォリオの再編または投資拡大(ROE 向上を目的とした)が起これば日本株式のさらなる上昇のきっかけになるとみている。

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)が作成したリサーチレポートをもとに、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ものではありません。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のですが、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然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