

なぜ日本のコーポレートガバナンスが今重要なのか？

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)

- 今年、マクロ環境とミクロ環境がいずれも追い風となつて、日本企業は数十年続いたデフレマインドから脱却するかつてない機会を得ている。
- 株式の持ち合いの解消と自社株買いなど、株主還元の動きが短期的に加速すると予想する。長期的には、自己資本利益率(ROE)の上昇を目指した構造的な改革が日本の株式市場の持続的な再評価につながるだろう。
- 堅調な業績を背景に、日本企業はついに守りから攻めの姿勢に転じ、企業価値の向上に積極的に取り組むことができると我々はみている。世界経済がインフレの状態にある環境下においては、企業改革を実行している企業とそうでない企業との価値の格差は拡大するだろう。



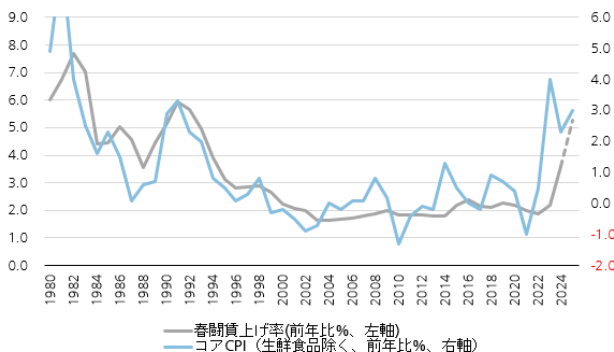
出所:UBS

我々の見解:日本のコーポレートガバナンスが重要な理由

タイミングがすべてだ。今年、マクロ環境とミクロ環境がいずれも追い風となつて、日本企業は数十年続いたデフレマインドから脱却するかつてない機会を得ている。

マクロ面では、日本はついに賃金上昇を伴ったインフレの世界へと突入した(図表1参照)。つまり、日本経済は正常化に向かいつつあり、他の先進諸国と肩を並べることができる状態となってきた。

図表1: 賃上げ率とインフレ率は30年超ぶりの高水準



出所: 日本労働組合総連合会、ブルームバーグ、UBS

ミクロ面では、東京証券取引所(東証)や機関投資家からの圧力の高まりが、日本企業にROEと企業価値を向上させる取り組みを継続的に促すとみている。東証は、日本の企業価値が長年に渡り低迷していることに対して課題意識を持っており、日本企業の経営陣に対して資本コストと株価を意識した経営を要請している。

有利なマクロ経済環境に支えられた堅調な業績を背景に、日本企業はついに守りから攻めの姿勢に転じて、企業価値の向上に積極的に取り組むことができると我々はみている。それだけの余裕は十分にあると考えている。たとえば、余剰資金を活用して株主還元を向上させる、設備投資を拡大して生産性や競争力を高める、事業の最適化を進めて製品やサービスの提供の効率化や不採算事業の整理を行う、などの手段が活用できるだろう。

世界がなおインフレの状態にある環境下においては、企業改革を実行している企業とそうでない企業との価値の格差は拡大するとみている。

短期的カタリスト:株主還元の加速

2023年に東証がROEと企業価値の改善を上場企業に要請して以降(図表4参照)、自社株買いが増加し始めた。実際、過去数年間、日本株式を一貫して買い越している投資主体は企業(事業法人)のみだ(図表2参照)。投資家から企業への圧力も増大してきた。日本企業は潤沢な短期余剰資金を保有しているため、

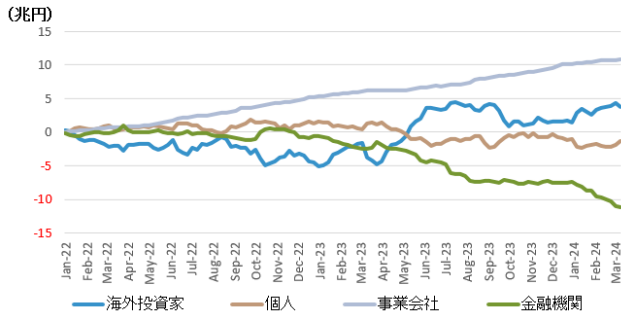
本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Why is Japan’s corporate governance important now?”(2024年4月1日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年4月5日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

日本株式

現在の自社株買いの勢いは続きそうだ。自社株買いは、ROEを短期間で高めるのに特に有効な手段として広く認識されている。

図表2：過去数年間、日本株式を一貫して買い越している投資主体は事業会社のみ

2022年以降の投資主体別売買額



出所：東京証券取引所、UBS

今年2月以降、追加的な要因として浮上したのは、日本の損害保険各社が中期的に(2030年度までに)政策保有株をゼロへ削減する計画を発表したことだ。我々は次に述べる2つの理由から、この発表が日本のコーポレートガバナンス(企業統治)を改善する重要な節目になると考える。

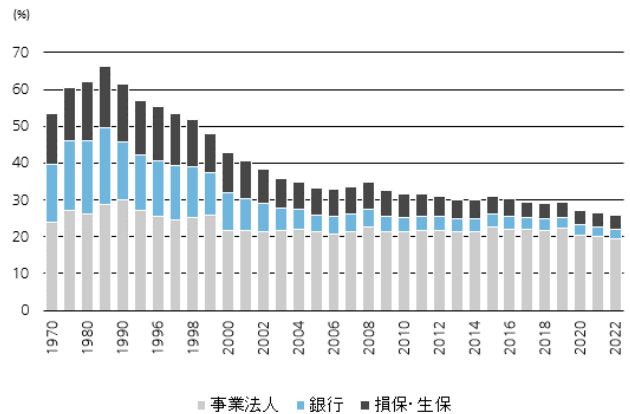
第1に、損保各社による持ち合い株解消および自社株買いの影響は、他のセクターにも波及する可能性が高い。というのも損保会社は日本株式市場において最も多く政策保有株を有している主体の1つだからだ。各社が売却を進めれば、他の企業にとってのモデルになるとみられる。第2に、持ち合い株の解消には、十分な交渉を経て売却に至るまで何年もかかることから、自社株買いが数年にわたって続くと思えることができ、投資家に安心材料となるだろう。

現在のところ、投資家も事業法人も損保各社とその株主の動向に注目している。しかし、今後は政策保有株を大量に保有する企業を中心に、幅広い上場企業が持ち合い株の解消に動き出す可能性がある。金融庁は損保大手各社に対し、政策保有株の売却を加速するよう求めた。顧客企業との関係を保つための株式相互保有が、競争環境を阻害してきたと判断したのである。我々は、金融庁が提起した問題点は損保以外の企業にも当てはまると考えている。

投資目的以外で保有されている日本株式は、2022年度末時点で全体の26%を占めている(図表3参照)。親子上場も含めた株の持ち合い構造を解消する余地はまだ大いにある。今後数年は、こうした持ち合い株の解消が日本のコーポレートガバナンス改革の主な牽引役になると考えられる。

図表3：日本株式の4分の1超が非投資目的保有

投資主体別の非投資目的保有比率(時価総額比率、各年度末時点)



出所：東京証券取引所、UBS

長期的カタリスト：構造的なROEの改善が株価の再評価を促す
これまでのところ、投資家は低PBR(株価純資産倍率)の改善策として自社株買いに注目している。しかし、東証の強い危機感からもわかるように、次の焦点は中長期的なROEと企業価値の構造的な改善になるとみている。

したがって今後は、1) PBR水準にかかわらず、企業価値の持続的な改善、2) 短期余剰資金を活用した自社株買いにとどまらず、資本コストを意識した成長への投資、3) 利益構造を根本的に変革し競争力を高めるための事業ポートフォリオの最適化と経営資源の管理、4) こうした施策の大企業から中小企業への広がり、などの進捗が注目されるだろう。我々は、このような変革が、日本株式の長期にわたる持続的な再評価につながると思う。

たとえば、日本の鉄鋼会社は2020年以降、構造改革に着手し、生産能力を削減し始めた。その結果、利益率には改善が見られ、利益の安定化にもつながった。というのも、需給の均衡、価格競争の緩和、高付加価値製品への注力によって、価格決定力が強化されたからだ。鉄鋼業界のPBRは過去5年間で0.5~0.55倍から0.7倍へと拡大し、株価も2020年以降アウトパフォームしている。

こうした構造改革は実を結ぶまでに時間がかかるものだが、良好なマクロ経済環境と、規制当局や投資家からの圧力が、日本企業に改革を促す要因となるだろう。今年の5~6月の中期経営計画説明会では、こうした構造改革を発表する企業が出てくるとみている。

コーポレートガバナンスはいつ、どのように始まったのか？

今後の見通しは？

東証と金融庁による歩調を合わせた取り組みや、投資家からの圧力によって、上場企業は情報開示や投資家とのエンゲージメント(対話)の強化を促され、結果として、企業価値の改善につながるだろう。

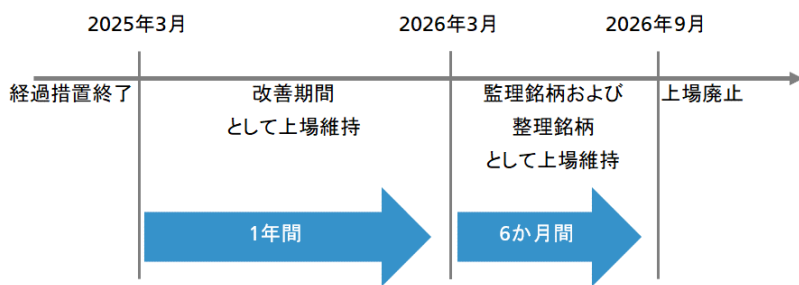
図表4：コーポレートガバナンス改革の動き

	東京証券取引所	金融庁	企業対応	カタリスト
2022年4月	現物市場の市場区分を見直し、3つの新市場区分(プライム、スタンダード、グロース)を創設		自社株買いの増加	
2023年3月	新上場基準に満たない会社も2025年3月までは経過措置として上場維持基準が適応される			
2023年4月	プライムとスタンダード市場の上場企業を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請	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)は意見書を交付し、企業に対してコーポレートガバナンスの実行を求める		
2024年1月から(月次開示)	「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示している企業一覧の公表			
2024年2月		金融庁が大手損保会社に対し政策保有株の削減を加速するよう求める。顧客企業の株式を保有することで健全な競争環境を阻害している可能性を指摘した		
2024年3月	3月15日時点で、TOPIXのうち122社(5.7%)の企業が上場基準を満たしていない			
.....				
2025年3月	上場基準を満たしていない企業の経過措置期間が終了する。上場は維持されるものの改善期間銘柄とされる			- 政策保有株の削減が損保以外の全セクターに広がる - ROEや利益率を構造的に引き上げるような構造改革・成長戦略の発表 - 親子上場の解消まで進展すればさらにポジティブ
2026年9月	上場維持基準の適合に向けた計画を開示し、計画内で2026年3月までに達成期限日を設定している企業は上場廃止となる			
	上場維持基準の適合に向けた計画を開示し、2026年3月以降に達成期限日を設定している企業は各社の計画日まで管理銘柄として上場は維持される。その後、計画日に上場基準を満たしていなければ6か月後に上場廃止となる			

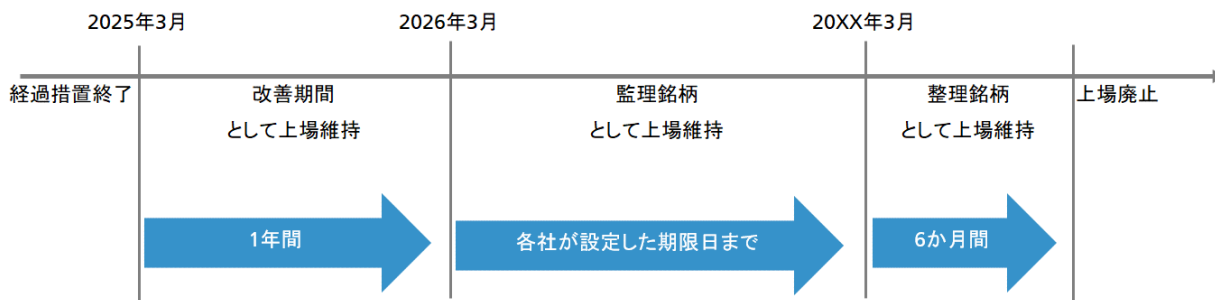
出所：UBS

図表5：2025年3月以降の措置

原則措置



2026年3月以降に計画達成日を設定している企業の場合



出所：東京証券取引所、UBS

日本株式

2025年から始まる上場廃止圧力

全体として、企業改革は間もなく本格化するとみられるが、日本企業の新陳代謝の促進は2025年から加速し始める可能性が高いと我々はみている。3月15日現在、東証の上場維持基準に達していないが「経過措置」に基づいて上場が認められている企業数は359社となっている。

東証が2022年4月に上場基準を厳格化して市場区分を見直した時、上場基準を満たさない企業には3年間の猶予期間を設定した。重要なのは、この経過期間が2025年3月で終了するという点である。この期間が終了すると、基準を満たしていない企業は上場維持はできるものの、「改善期間銘柄」に指定される。その後は、東証の上場維持基準に適合するための詳細な計画(適合計画等)を開示していない場合を除き、早ければ2026年9月に上場廃止となる(図表5参照)。

東証株価指数(TOPIX)構成銘柄のうち、現時点で上場基準を満たしていないのは122社(5.7%)である。その平均時価総額は620億円で、TOPIXの時価総額合計の0.8%にすぎない。したがって、これらの企業が上場廃止になったとしても、TOPIXの純利益率やROEに及ぼす影響は0.2ポイント程度と限定的である。しかし、上場基準をкаろうじて満たしている企業は、MBO(経営陣による企業買収)や合併を検討し始める可能性がある。つまり、このプロセスは、日本市場のROEと企業価値を改善し、新陳代謝を高めるための重要な節目と言える。

これまでのコーポレートガバナンス改革と今回の違いは？

日本企業は、これまでとは違い、好調なマクロ経済環境を追い風とする堅調な業績を背景に、長年に渡り課題とされてきたコーポレートガバナンス改革に乗り出すことができるとみる。

日本のコーポレートガバナンスが以前に注目されたのは今から約10年前、「スチュワードシップ・コード」(「責任ある機関投資家」の諸原則、2014年)と「コーポレートガバナンス・コード」(2015年)が導入された時だ。

この時、企業は事業規律を強化し、資本効率を向上させる必要に迫られた。その結果、自社株買いや株式持ち合い解消の件数が増加した。しかし2016年、中国の株式市場の混乱に端を発した世界経済の低迷を受けて、この傾向は減速した。日本のコア消費者物価指数(CPI、生鮮食品を除く総合指数)は、2015~2016年に概ね0%を下回り、日銀は2016年にマイナス金利政策を導入した。

現在のマクロ環境は、2024年以降の日本のコーポレートガバナンス改革にとって追い風である。コアCPIは2023年に前年比3.1%の上昇と、1982年以來の高水準に達し、2024年も同2.0%を上回る可能性が高い。また、3月に発表された春季労使交渉(春闘)での企業側回答は、賃上げ率が前年比5.28%(2023年の最終集計結果は同3.6%)と、1991年以來の高水準を記録した。こうした動きを受けて日銀はついに金融政策の正常化に乗り出し、2006年以來の利上げに踏み切った。

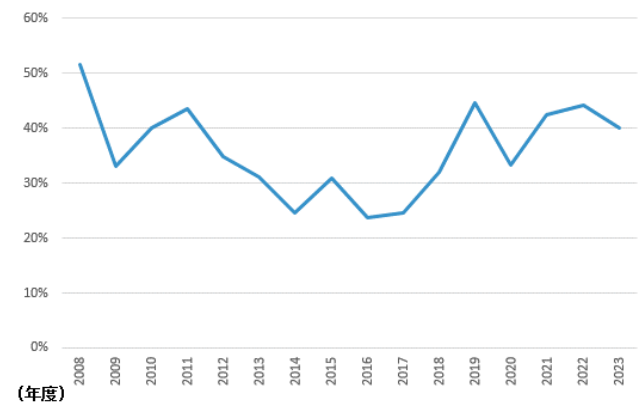
さらに、米国経済も引き続き強靱で、円高トレンドは緩やかな見通しだ。

なぜ日本にはコーポレートガバナンス改革が必要なのか？

日本の主要上場企業500社のうち、PBRが1倍未満となっている企業の割合は約40%である。2022年度末(44%)からは改善しているものの(図表6参照)、日本の平均PBR(1.4倍)はMSCIオール・カンツリー・ワールド指数(2.8倍)やMSCI先進国指数(3.0倍)を大きく下回る。

図表6：主要上場企業の40%がPBR1倍割れ

日本の主要上場企業500社に占めるPBR1倍未満の割合

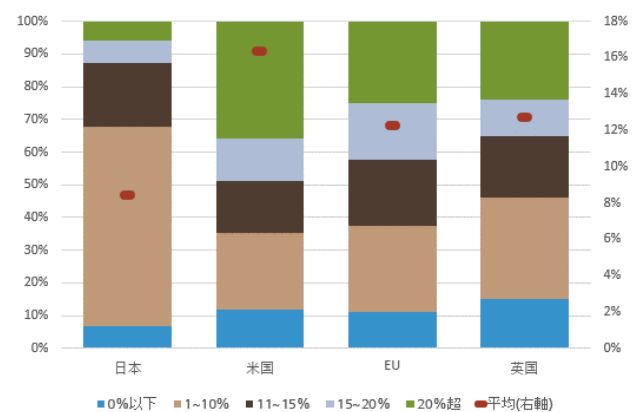


出所：ブルームバーグ、UBS

また、ROEの低さが日本株式市場の全体的な魅力度を低下させてきたことは明らかだ。日本の平均ROEは主要先進国市場よりも約4~8ポイント低い(図表7参照)。

図表7：日本のROEは主要先進国を大きく下回る

2023年末時点、均等加重平均型の指数で比較

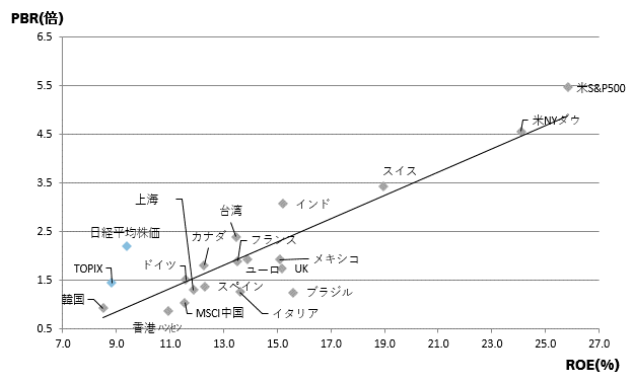


出所：ブルームバーグ、UBS

コーポレートガバナンスの改善に対する投資家の期待が高まり、好調なマクロ環境も相まって、日本のPBRをある程度引き上げてきた。しかし、日本のPBRとROEの関係は、依然として市場の相関係数から乖離している。つまり、今後数年間でROEの改善を急ぐ必要があるといえる(図表8参照)。

日本株式

図表8：日本株のバリュエーションを高めるにはROEの改善が必要



出所:ブルームバーグ、UBS

日本株式

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMA の規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS Group にはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group 内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIO が発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Management が作成しています。UBS Global Research はUBS Investment Bank が作成しています。Credit Suisse Wealth Management Research はCredit Suisse Wealth Management が作成しています。Credit Suisse Securities Research はCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIO とUBS Global Research の共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見直し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group 全体の収益と関係することがあります。

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。

日本株式

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。

「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 Group 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 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・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