

コーポレートガバナンス改革は第2段階へ

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)

- 2024年3月期(2023年度)本決算では、過去最高だった2022年度を75%上回る6.3兆円という記録的な自社株買いが発表され、51%の企業が2024年度の(前期比)増配計画を提示した(2023年度は40%)。
- 我々は、日本のコーポレートガバナンス改革は第2段階へ移行したと考える。目先の注目材料であった余剰資金を活用した株主還元強化がほぼ実現した今、構造改革や利益率改善を通じた自己資本利益率(ROE)向上の進展が、今後の重要な原動力になるだろう。だが、自社株買いと違い、こうした施策の実現には時間がかかる。
- 2024年度の会社計画は保守的であり上振れ余地が残る。上期決算での会社計画の上方修正が期待され、2024年末から来年に向けて日本株式がさらに上昇すると予想する。しかし、短期的には、米大統領選挙を控えボラティリティ(相場の変動)が高まるだろう。過度な調整局面があれば買いの機会とみる。



出所: UBS

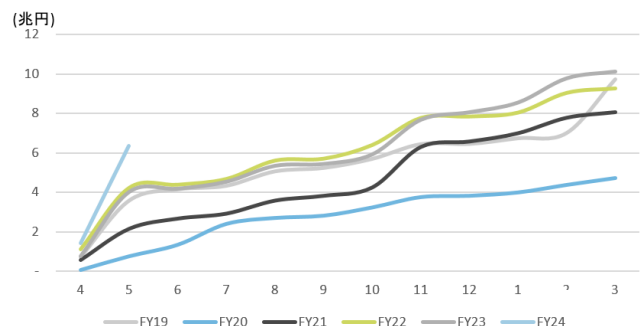
我々の見解

本決算を終えて、日本のコーポレートガバナンス改革は第2段階へ移行した。具体的には、日本企業の変化への期待が株価を牽引する第1段階から、日本企業が本決算や中期会社計画(中計)で提示した変化の実行と結果が求められる第2段階に入ったといえる。さらに別の言い方をすれば、期待値が牽引する相場から、企業のファンダメンタルズ(基礎的条件)の強さが試される業績相場へシフトしたともいえる。

過去最高の自社株買い計画の発表

2023年度本決算では、241社が総額6.3兆円(過去最高)の自社株買いを発表した(2024年4月から5月15日までに発表された金額、図表1参照)。それまで最高だった2022年度本決算時の3.6兆円を75%上回る水準だ。また、51%の企業が、2024年度の増配計画を発表した(2023年度は40%)。

図表1: 過去最高の自社株買いの計画が発表された4月を起点とした自社株買い計画額、2024年5月15日現在



出所: QUICK、ブルームバーグ、UBS

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: Corporate governance reforms advance to second phase”(2024年5月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年5月30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

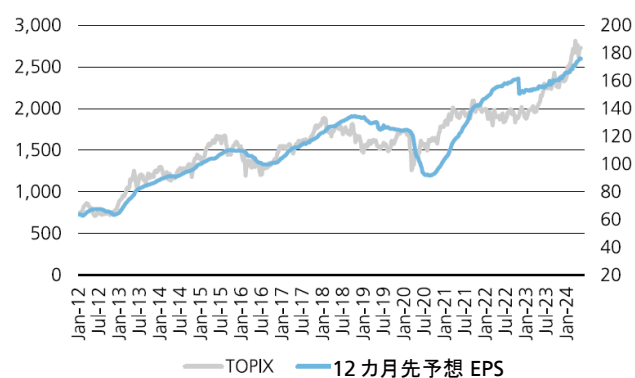
短期的な注目材料であった、余剰キャッシュを活用した自社株買いや株主還元強化は概ね実現したといえる。株主還元の方針として以前は、株価下落時に自社株買いを発表する企業が多かった(シグナリング効果)。ただ、近年は中期的な資本効率を意識して自社株買いを開示する企業が増えている。これは、コーポレートガバナンス意識の高まりの現れといえよう。今回、中計を発表した企業の多くは現在の水準を上回る中期ROE(自己資本利益率)目標を掲げ、政策保有株削減の見通しについても提示した。総額6兆円を超える自社株買いの実行によって今後の日本株が下支えされる効果が期待できよう。

2024年度の会社計画は保守的に見え、上振れの余地を残す一方で、2025年3月期(2024年度)の会社計画は前期比で微減益であった。1兆円(前期比20%減)の減益見通しを発表した大手自動車企業を除けば横ばいであり、例年通り保守的ともいえるが肩透かし感が否めない。特に、日本株投資を最近始めた知見の深くない海外投資家からしてみると、短期的な投資妙味に欠けると映っても仕方がないといえる。

ただ、会社計画には保守的な点がいくつか見られる。第1に、売上高成長率見通しが2%程度であることだ。2024年の世界経済(実質GDP)成長率が3%以上と予想されることや、日本のインフレ率と賃金上昇による追い風を鑑みれば保守的といえる。第2に、多くの企業がドル円を140~145円と想定していることだ。そのため、上期決算での会社計画の上方修正が期待できる。我々は2024年度の利益成長率を8%増益と予想し、1株当たり利益(EPS)は過去最高の水準に拡大すると予想する。

図表2: EPSの上方修正は続き拡大を継続している

TOPIX(左軸)、12か月先行EPS(右軸)



出所:ブルームバーグ、UBS

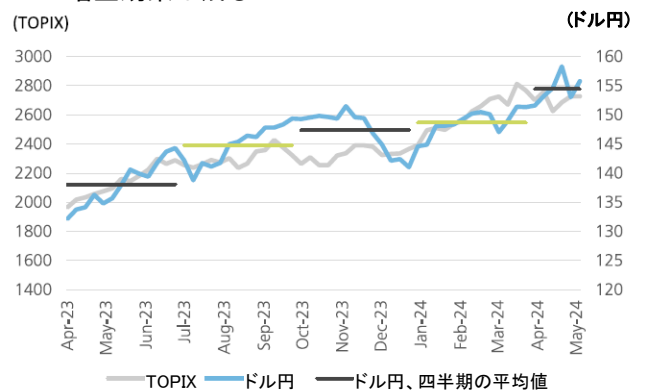
円安は日本株にプラス要因か?

日本の時価総額の半分以上は外需の企業が占めていることから、基本的に円安は日本企業全体の業績にプラスだ。円安は東証株価指数(TOPIX)のEPSにはプラスに影響するが、実質賃金の上昇を阻害する過度な円安は日本株式にはやや望ましくないとみられる。また、2022年のように、主要通貨に対して米ドルが全面高になると世界経済への引き締め効果をもたらすことから、急激な円安はEPSとバリュエーション(株価評価)に悪影響を及ぼす。とはいえ2022年とは違い、円安がインバウンド観光を刺激する余地もあると考える。

また、4月以降は、財務省が円買い介入を発動し、植田総裁も円安を警戒するようなトーンに軌道修正したことで、円安が日銀による引き締めを意識させる場面が増えた。そのため直近では、株価は円安に反応しにくい地合いとなっている。

CIOの為替チームは、2025年6月までに、ドル円が146円に下落すると予想する(本稿執筆時点のスポットレートは156円)。2024年末に向けてのドル円の方角感、日銀の利上げおよび米連邦準備理事会(FRB)の利下げが見込まれる市場環境で、緩やかな円高が想定されており、このペースであれば円高は日本株の下押し要因にはならないとみる。なぜなら、2024年3月期(2023年度)のドル円の平均レートは146円(上期141円、下期149円)であり、145~150円までの円高であれば、対前期比での増益効果は残るからだ(図表3参照)。

図表3: 緩やかな円高であれば2024年度の前期比での増益効果は残る



出所:ブルームバーグ、UBS

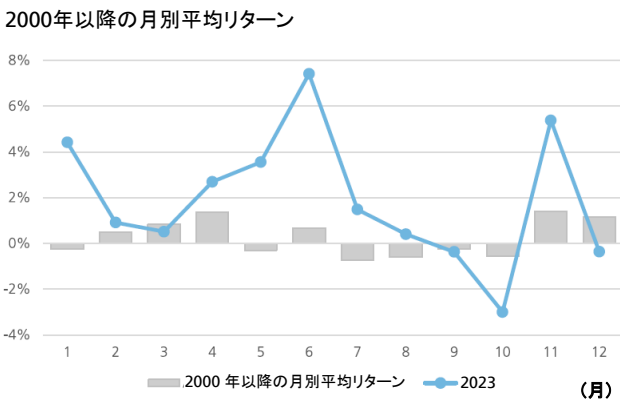
日本株は年末から来年にかけて上昇を予想するが、米大統領選前は値動きが大きくなるだろう

日本株は年末から来年にかけてアップサイドが期待できると考えている。ただ、短期的には、大規模な自社株買い計画の実行や企業業績により下値は堅いものの、7~8月はボックス圏、9~10月はボラティリティの高い展開となり、11月の米大統領選挙後に安定的な上昇軌道入りすると考えている。

日本株式

日本株は例年、7~10月に弱含む傾向にある(図表4参照)。特に8月は、2000~2023年の24年間で14回マイナスリターンとなった。また、7、9、10月はマイナスとプラスリターンが半々だった。これは、第1四半期(4-6月期)決算において日本企業は通期見通しを据え置く傾向にありカタリストに欠けること、米国株も8~9月は弱含む傾向にあることなどが理由として挙げられる。加えて、今年は米大統領選挙の年だ。過去のトレンドを見てみると、大統領選挙に向けて9月以降はボラティリティが高まり、S&P500種株価指数は選挙前の数か月間弱含む傾向にある。

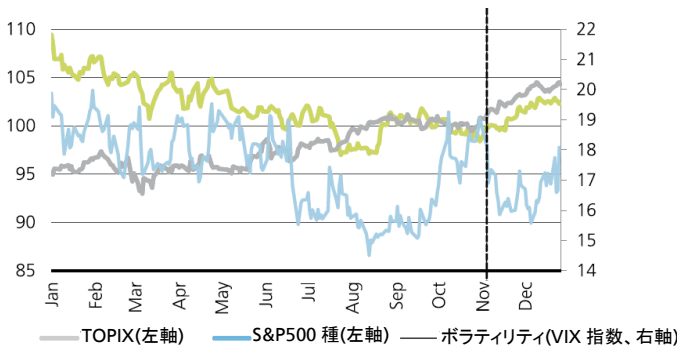
図表4: 日本の株式は夏から10月にかけて弱含む傾向にある



出所: ブルームバーグ、UBS

図表5: 米大統領選の前はボラティリティが高まる傾向

1990年以降の米大統領選の年の平均パフォーマンス(左軸)
選挙当日=100とする



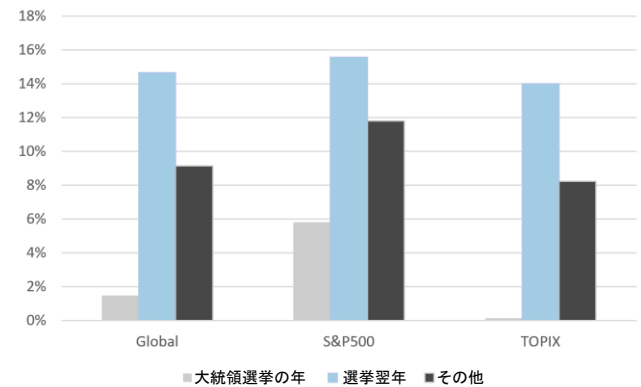
出所: ブルームバーグ、UBS

11月の米大統領選挙以降は、不確実性の払拭に加えて、日本企業の上期決算での業績上方修正が株価を牽引すると考える。また、2025年に入ると、東京証券取引所(東証)主導のコーポレートガバナンス改革が再注目されるとみている。2025年3月に上場基準を満たしていない企業(2024年5月15日時点で346社)の経過措置期限が終了する予定であり、これらの銘柄を含む日本企業のROEや企業価値向上の進展に再び焦点が当たるだろう。

我々は、日本企業の新陳代謝の促進は2025年から加速しはじめると予想する(4月1日付日本株式レポート「なぜ日本のコーポレートガバナンスが今重要なのか?」参照)。加えて、2025年も、新規の少額投資非課税制度(NISA)への資金流入が期待できるだろう。

図表6: 大統領選の翌年は他の年と比較し株式のパフォーマンスが良くなる傾向にある

1980年以降の年間平均パフォーマンス



出所: ブルームバーグ、UBS

長期的視点で日本株投資を考える時期に入った

コーポレートガバナンス改革は第2フェーズへ移行したと考える。上述のように、余剰現金を株主還元策に充てる計画や政策保有株の解消といった計画が顕著に増加しており、それは通期決算でも見て取れる。大手企業を中心とした先駆的な企業は、中期計画でROE向上の目標を掲げている。今後は、構造改革や利益率の改善を通じたROE向上の進捗状況が重要な原動力になるだろう。とはいえ、自社株買いとは違い、こうした施策は実現に時間がかかる。

したがって今後の注目点は下記などの進捗となるだろう。

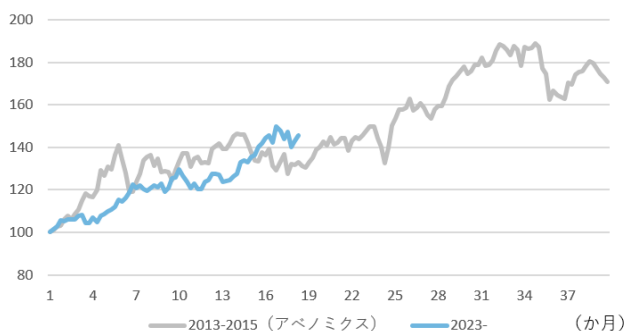
- 株価純資産倍率(PBR)の水準にかかわらず、企業価値の持続的な改善
- 短期余剰資金を活用した自社株買いにとどまらず、資本コストを意識した成長への投資
- 利益構造を根本的に変革し競争力を高めるための事業ポートフォリオの最適化と経営資源の管理
- こうした施策の大企業から中小企業への広がり

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考える。

2012年12月から始まった第2次安倍政権下における経済政策、通称アベノミクスのときを振り返ってみよう。インフレ率と経済成長の上昇期待から、バリュエーションが上昇し、株価は最初の15カ月間に急騰した。その後、踊り場を経て、再び株価評価が引き上げられる復活局面に突入した(図表7参照)。したがって、過度な調整局面があれば絶好の買い場になるだろう。

図表7: 上昇相場の後、踊り場を経て再び復活局面に突入するだろう

(2013年1月および2023年1月を100とする)



出所: ブルームバーグ、UBS

バリュエーションは妥当な水準といえる

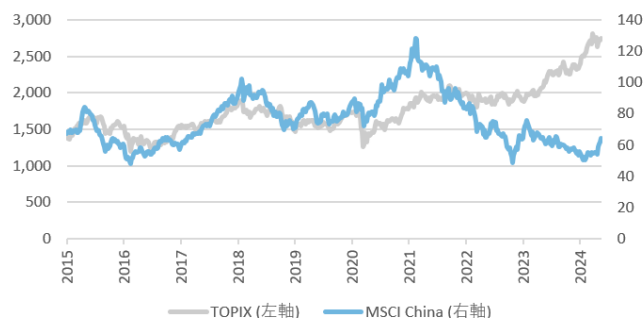
継続的な利益の上方修正にもかかわらず、TOPIXの株価収益率(PER)は16.4倍から15.6倍に調整した。足元のPERは依然として過去平均の13.7倍より高いが、MSCIオールカントリー・ワールド指数(MSCI ACWI)の17.9倍との差は拡大しており、長期平均を上回っている。

中国株式への資金回帰はリスクか？

2023年以降、中国株式市場からの資金の受け皿として、日本およびインド株式に注目が集まっていた。日本株は、2024年初来でも資金の純流入が継続している。中国市場への資金回帰によって投資資金の需給が日本株式に重石になるのではとの懸念がある。だが、中国経済が回復すれば、2016~2017年のようにEPSの拡大を通じて日本株式にも追い風となるとみる(図表8参照)。

図表8 EPS成長による中国株の回復は、日本株を下支えするだろう

(2015年以降のTOPIXとMSCI China)



出所: ブルームバーグ、UBS

どこに投資すべきか？

引き続きファンダメンタルズとクオリティに注目する。長期投資家には、日銀の利上げ、インフレ率の上昇、堅調な国内経済および持続的なコーポレートガバナンス改革が追い風となる銀行株を引き続き勧める。また輸出企業、特に会社計画が期待値に届かず株価が調整した半導体関連のサプライヤーや、出遅れの景気循環株にも妙味がある。在庫調整局面の終了とコロナ後の落ち込みから需要が回復していることがその理由だ。

通期決算の発表以降は、大手銀行株に利益確定売りが見られる。だが、2010年以降初めて日本の金利がプラスとなる市場環境では銀行株に最も恩恵が大きいと考えるため、株価調整局面は長期投資家にとって好機となるだろう。日銀が利上げを開始すればEPSは着実に上昇し始めるとみられ、銀行セクターの比較的高い3.1~3.5%という配当利回りと自社株買いの可能性も魅力的だ。

コーポレートガバナンス改革が見込める企業へのエクスポージャーも取りたいディフェンシブ投資家には、高配当銘柄を推奨する。コーポレートガバナンス改革に対する期待の高まりから、PBRやROEの低い企業が配当や自社株買いを増やす可能性がある。

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、価格見通し、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取引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