

日本株式

組織改革が日本企業の生きる道 - アップデート

2020年10月29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;

- 日本企業はこれまで意思決定に時間がかかっていたが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて組織改革が進み始めている。
- 一部の日本企業は既に事業ポートフォリオの再編を進め、新型コロナへの対応を図っている。
- 2021年3月期の企業利益は7%減益を予想するが、2022年3月期には42%増益へと回復を見込む。投資家は新型コロナを機に、痛みを伴うが必要とされる構造改革を断行した企業を選別するものとみており、市場でセクターの入れ替えが進むと予想する。

我々の見解

日本企業はこれまで意思決定に時間がかかっていたが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて組織改革が進んでいる。働き方や消費者の行動が変化しており、新たに発足した菅内閣は公共サービスのデジタル化を積極的に推し進めている。新型コロナウイルスの感染拡大で、日本企業にはより柔軟な対応と素早い意思決定が求められるようになった。我々は、日本企業の意思決定が遅かったのは、関係が薄くシナジー効果が見込めない複数の事業を抱えているため、行動を起こす前に各事業の利益や優先順位を検討するのに時間がかかっていたことが一因だと考える。

一部の日本企業は新型コロナ危機に、既に事業ポートフォリオの再編で対応している。新型コロナで日本企業の利益は落ち込んだが、この間に日本企業の意思決定のスピードが向上する可能性がある。

この投資テーマを最初に取り上げたのは、2019年5月24日付日本株式会社レポート「組織改革が日本企業の生きる道」である。レポートの中で、日本企業は伝統的な終身雇用や賃金制度の転換を進め、その結果、組織やポートフォリオの見直しが進むと予想したが、その背景にはいくつかの要因がある。1つ目に、日本の労働人口は今後5年から10年で毎年約0.5%減少することが予測される。2つ目に、日本企業の利益率は総じて主要国企業を下回る。低い生産性と利益率というこの2つの要因は、日本企業の前に難題として立ちはだかるだろう。

日本企業の1社あたりの時価総額の規模や売上高の伸びが主要国の企業に見劣りするの、業界再編が進まないことが一因だとみている(図表1および2参照)。

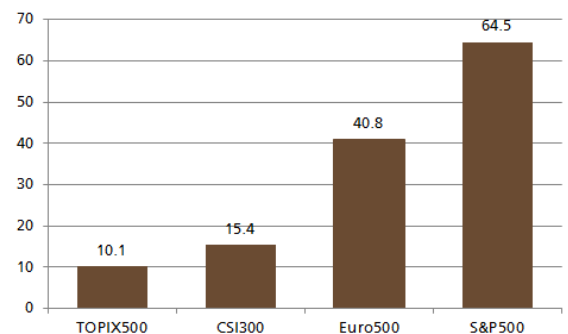
また、長らく日本企業の株主資本利益率(ROE)は8%未満で、営業利益率も5%を切る水準で推移しており、利益率向上を求める株主から経営陣に対する圧力が高まっている。日本企業は現金を多く保有する傾向があるので、今回の新型コロナのような不測の景気後退に襲われても、ある程度の期間であれば持ちこたえることが出来る。しかし、事業の利益率が低いままでは、売上が落ち込むと多くの企業が赤字に転落することを意味する。これでは海外投資家の期待値を上げることは難しいだろう。日本企業は利益率の低い非中核事業を



ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 過去10年間の日本企業によるM&A件数は、米国企業を約60%下回る。また、日本企業は1社当たりの時価総額の規模も売上高の伸びも見劣りする。(図表1および2参照)
- 日本特有の雇用慣習により、雇用削減につながりかねない事業部門の閉鎖や子会社の売却に二の足を踏む企業もある。
- だが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、日本企業が組織改革を進め始めている。また、最近の会社法の改正で、事業部門の切り離し(スピノフ)や第三者への子会社の売却もハードルが下がった。

図表1: 日本企業は1社当たりの時価総額の規模が欧米に比べて低い
(平均時価総額、10億米ドル)



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年10月27日現在

日本株式

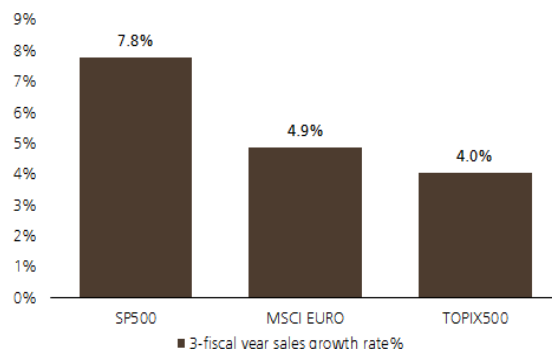
切り離し、中核事業に経営資源を集中し、事業に欠けている部分を
買収によって補うことで競争力を高めなければならない。こうした改革
を断行した企業は、来年景気が回復した時に優位性を確保できるだ
ろう。

安倍政権の後任である菅新政権は、新たに「成長戦略会議」を設置
した。初会合の席で菅首相は規制改革の断行に意欲を示し、その重
要課題として「企業の生産性の向上と労働移動の円滑化」を挙げた。
成長戦略会議は2020年末に中間報告を提出し、その後具体的な成
長戦略を策定する予定である。

今年は新聞の見出しの大半を新型コロナウイルスが占め、市場のボ
ラティリティ(変動率)も上昇した。足元の日経平均株価は年初とほぼ
同水準であるが、投資家の注目を集めてきたハイテク株は今年どの
セクターよりも高いパフォーマンスを計上している。2021年3月期の企
業利益は7%減益を予想するが、2022年3月期には42%増益へと回
復を見込む。投資家は、新型コロナを機に痛みを伴うが必要とされる
組織改革を行った企業を選別するものとみており、市場でセクターの
入れ替えが進むと予想する。

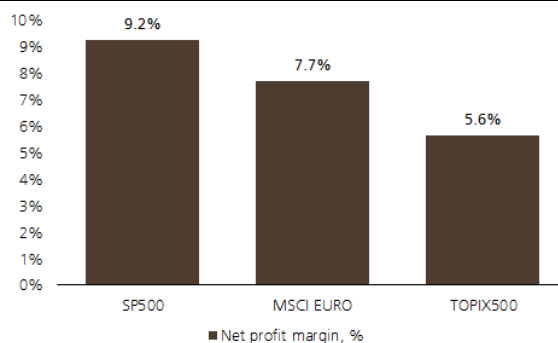
日本企業は新型コロナウイルスの感染拡大で、伝統的な終身雇用や
年功序列の賃金制度を見直し、新たな働き方の導入を迫られてい
る。こうした転換は、程度の差こそあれ、最終的に日本企業の組織改
革を促すだろう。新型コロナウイルスが収束すれば優秀な人材の獲
得競争が新たに過熱することもあり、企業が組織改革をいかに推進
していくかが、今後1~2年の株式パフォーマンスを左右する重要な要
因になるものと考えている。

図表 2: 日本企業は売上高の伸びが低い
(3年平均売上高伸び率、%、前年比)



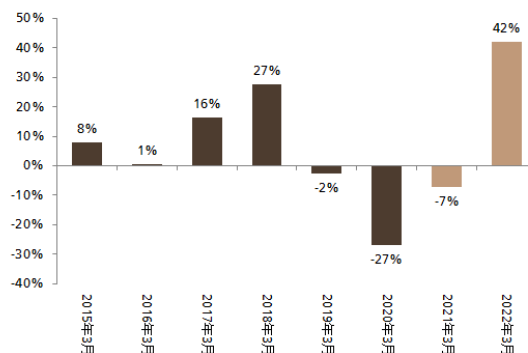
出所:ブルームバーグ、UBS、2020年10月27日現在

図表 3: 純利益率が低いと、景気低迷時の業績変動が高まる
(過去3年度平均、%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年10月27日現在

図表 4: 企業業績は来年には回復に向かう見通し
(前期比)



出所:ブルームバーグ、UBS、2020年10月27日現在

Appendix

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 証券株式会社(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。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。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。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポート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、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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、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)(最大 2.34% (税込・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 1.76%(税込)の運用報酬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 1%または 1 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 2%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ます。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。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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 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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号