

チーフ・ストラテジスト
建部 和礼



日本企業の価値解放はさらに加速する

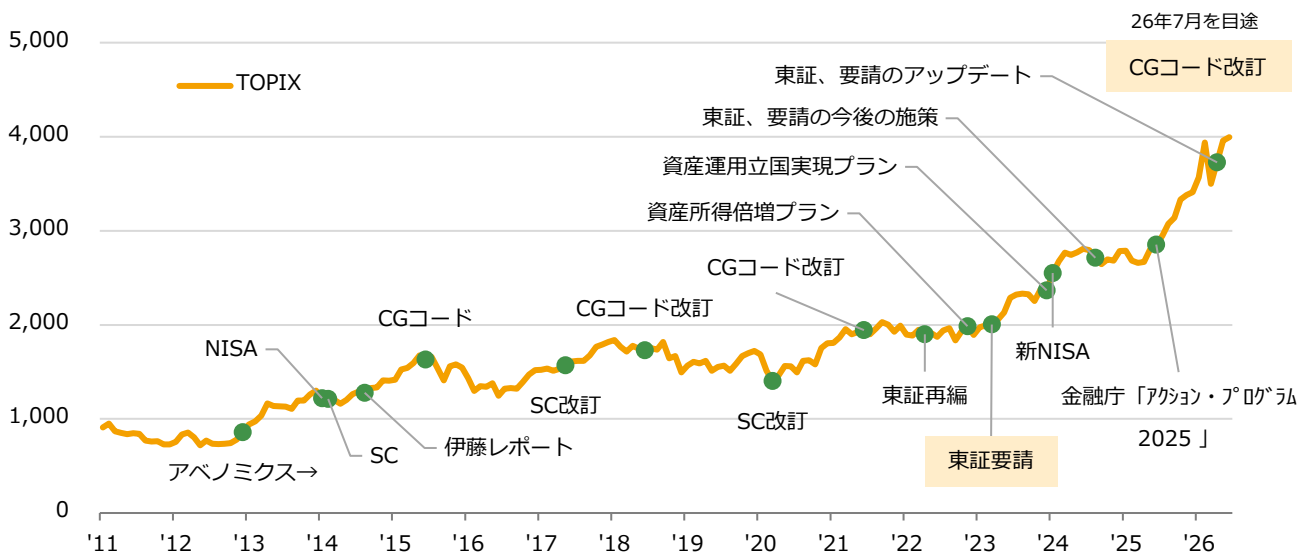
ガバナンス改善による再評価が株価上昇をけん引

コーポレートガバナンス改革は日本株上昇の主要な原動力

TOPIX（配当込み）は2023年から4年連続で20%超の上昇（2026年は7月6日時点の年初来）、2023年初からは136%の上昇と、目覚ましいパフォーマンスとなっていますが、その主要な原動力となっているのがコーポレートガバナンス改革です。特に、2023年3月の「東証要請（東京証券取引所による『資本コストや株価を意識した経営』に関する要請）」以降、日本株式市場におけるガバナンス改革の進展は、日本のみならず、海外投資家の間でも高い注目を集めており、「割安には理由がある」として敬遠されていた日本企業の再評価が進んでいます。また、日本企業の変化・再評価を受け、アジア各国においても、韓国や台湾で日本を参考とした企業価値向上策が導入されているほか、中国やシンガポールなどでも同様のガバナンス向上への取り組みが進められています。

東証要請から3年が経過しましたが、ガバナンス改革はなお進化の途上にあります。今年の注目は、5年ぶりとなるコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の改訂で、これを契機に改革のモメンタムが再加速すると期待されます。加えて、この数年停滞していたTOPIXのROEが拡大に向かうと見込まれており、日本企業の再評価の動きも一段と強まると見込まれます。投資機会の観点では、ガバナンス改革が当初「PBR1倍割れ改革」と呼ばれたこともあり、改革初期には低PBR企業が注目を集めてきました。しかし、改革が進展するにつれ、企業ごとの取り組みや改革の進捗に差が生じており、単に割安な企業が評価される局面から、より選別が重要な局面へと移っています。

コーポレートガバナンス改革の進展とともに日本株は上昇を続けてきた



※CG=コーポレートガバナンス、SC=スチュワードシップコード、直近値は2026年6月末

(出所) 大和アセット

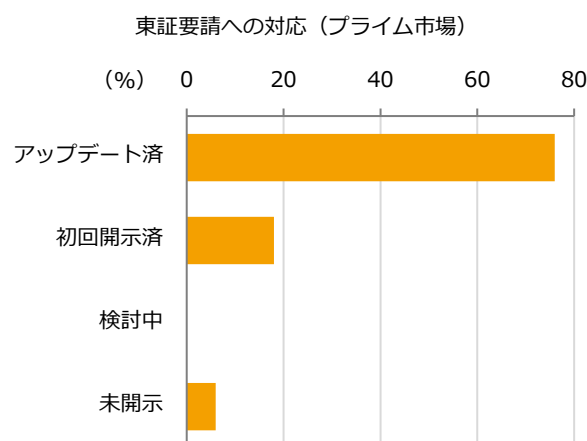
顕著な進展を見せているが、改善の余地はまだ大きい

実際、日本株式市場におけるコーポレートガバナンス改革の進展は顕著です。プライム市場では93%、スタンダード市場では52%の企業が東証要請への対応を開示しています（2026年5月末時点の集計）。この数年で株主還元は大幅に拡充しており、政策保有株の売却や、親子上場の解消も進んでいます。株主総会を巡る緊張感も高まっており、株主をより意識した経営を促す圧力となっています。TOPIX構成企業のうち、PBRが1倍を下回る企業の比率は2022年12月末時点の51%から、2026年6月末時点には38%へと大幅に低下しています。

一方で、改善の余地がまだ大きいのも事実です。PBRが1倍割れとなっている企業の比率は、欧米と比べるとまだまだ高く、ROEも主要国の中で最も低い水準のままです。これは海外投資家の一部がガバナンス改革に対して懐疑的な見方をしている理由の一つでもあります。

しかし、見方を変えれば、日本株の再評価の余地が依然として大きいとも言え、当社はガバナンス改革が日本株式市場を中長期的に押し上げていくと考えています。重要なのは、この数年で企業や株主・投資家の意識が変わったという点です。資本効率の低さは改善すべき課題と認識され、株主との対話や企業価値向上への取り組みが経営上の重要テーマとなる一方、株主も企業価値向上を積極的に求め、エンゲージメントや議決権行使を通じて経営に働きかけることが当然となりつつあります。改革のさらなる進展を、前向きに期待しています。

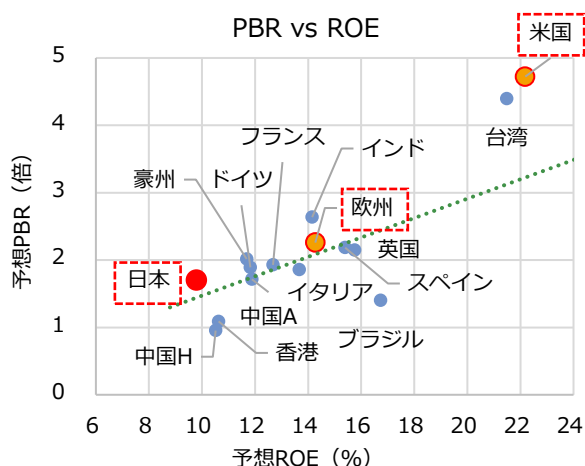
ガバナンス改革は大きな進展を見せているが…



※アップデート済=初回の開示の後、開示内容を更新、2026年5月末時点

(出所) 東京証券取引所

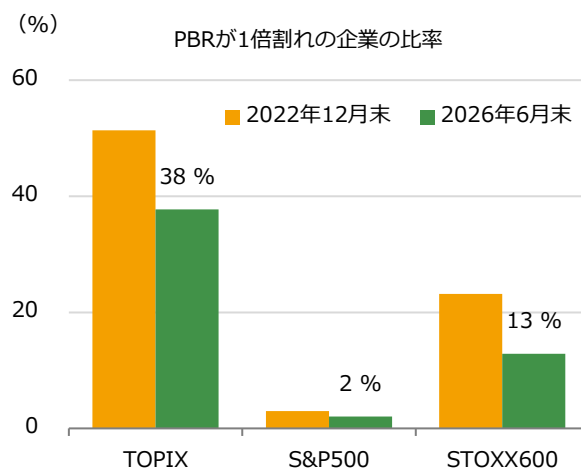
日本のROEは主要国の中で最も低い水準のまま



※2026年7月3日時点

(出所) ブルームバーグ

欧米株式市場の背景はまだ遠い



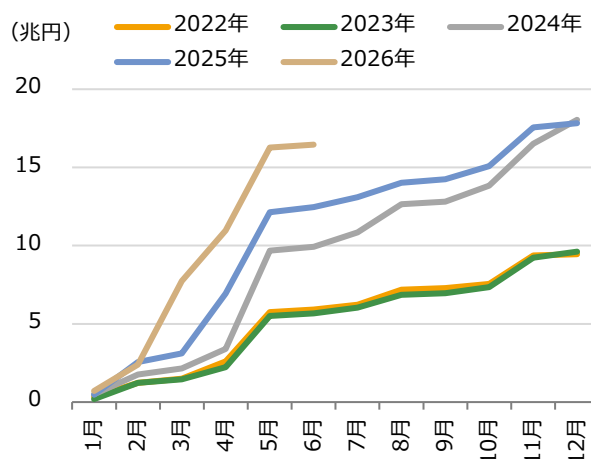
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

ガバナンス改革は株主還元の拡大にとどまらない

東証要請を機に加速したコーポレートガバナンス改革の顕著な成果が、株主還元の大幅な拡充です。2024年の自社株取得枠設定の急増は、市場の大きな注目を集めました。2023年の取得枠は、2年連続で過去最高となる9.6兆円でしたが、2024年の取得枠は18兆円と、その2倍近くに達したのです。2026年は、6月末時点で既に16.5兆円と、2024年・2025年の同時期（10兆円・12兆円）からさらに大幅に増加しています。配当も力強い伸びが続いています。

株主還元の拡充は比較的取り組みやすく、改革の初期段階では増配や自社株買いが先行し、注目を集めました。しかし、ガバナンス改革の本質は株主還元の拡大ではなく、資本効率改善や持続的な成長、中長期的な企業価値向上、そしてそれらを実現するための取り組みにあります。

■ 自社株買いの顕著な増加はガバナンス改革の成果の一つ



※自社株取得枠・年初来の累積発表額、2026年6月末時点

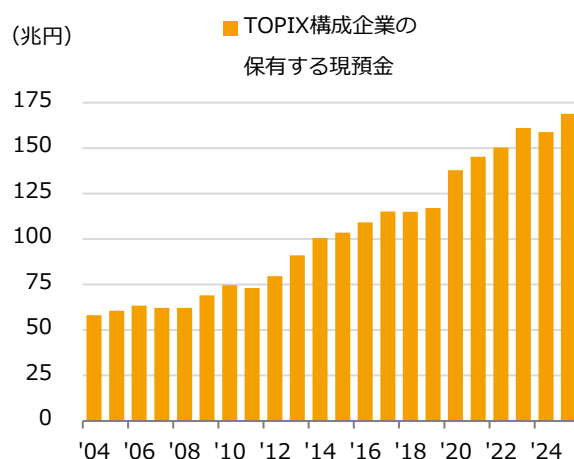
(出所) QUICKより大和アセット作成

コーポレートガバナンス・コード改訂により現金活用が促進されよう

日本企業の低い資本収益性の一因として、現預金等が十分に活用されていないとの指摘があります。2025年6月に公表された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」では、日本企業が保有する現預金が長期間にわたり増加し続けていることを踏まえ、現預金を必要以上に積み増していないか（Cash Hoarding問題）が検討事項として示されました。

4月10日に公表されたCGコードの改訂案では、「経営資源の適切な配分」や「成長投資の促進」に関する記載が新たに盛り込まれ、「**現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効活用できているか**」について「**不断に検証を行うべき**」とされています。また、参考資料では「経営資源の配分に当たっては」、「**多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要**がある」と記載されました。

■ 企業が保有する現預金は、長期間にわたり増加が続いている



※現金および現金同等物、金融除く、直近値は2025年度

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

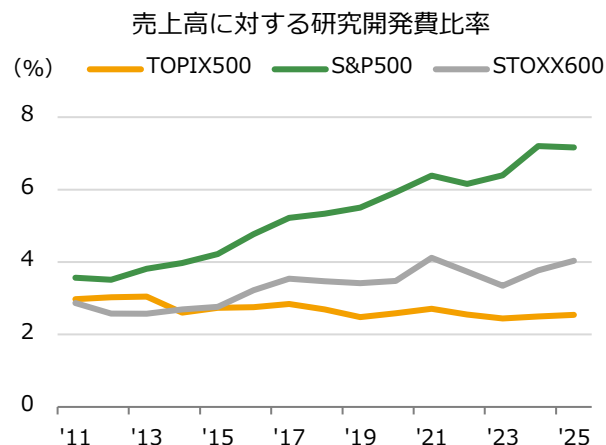
成長投資とバランスシート改革がともに加速する必要

この数年は、株主還元が大幅に増加していますが、総還元比率（純利益に対する配当と自社株買いの割合）は依然として欧米株式市場よりも見劣りします。TOPIX構成企業の保有する現預金も増加が続いており、まだ踏み込み不足と言えます。CGコードの改訂は、企業による現金活用を一段と促す契機となることが期待されます。

CGコード改訂に向けた有識者会議での議論は、稼ぐ力の向上と適切な経営資源の配分という文脈で行われており、単に株主還元の強化を促すものではありません。有識者会議では、欧米企業と比べて売上高に対する設備投資比率や研究開発費比率が低く、持続的な成長に向けた投資が不足しているとの指摘がなされていました。CGコード改訂案の参考資料においても、成長投資（設備投資、研究開発投資、人的資本投資、知的財産などの無形資産への投資等）が経営資源配分の具体例として挙げられており、持続的な成長の実現が改訂の主眼となっています。

一方で、バランスシート改革も引き続き重要です。2015年以降、TOPIXはS&P500に匹敵するEPS成長を遂げていますが、BPSではTOPIXの伸びがS&P500を上回っており、肥大化したBPSが日本企業の低ROEの一因であることが分かります。CGコード改訂を転機として、分母の縮小（バランスシート改革）と分子である利益の成長が、日本企業のROEの持続的な上昇をもたらすと当社は考えています。

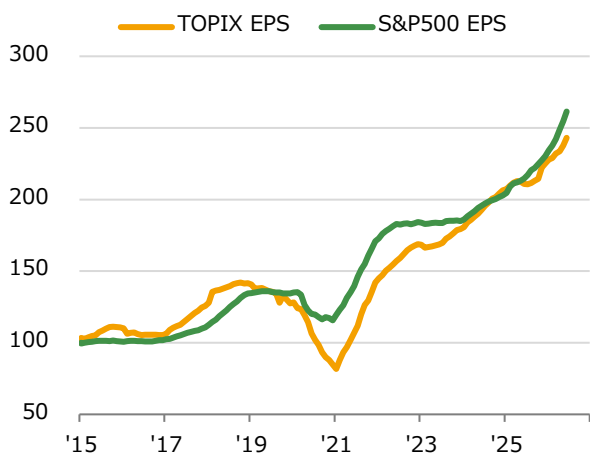
日本企業は成長投資で見劣り



※直近値は2025年度

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

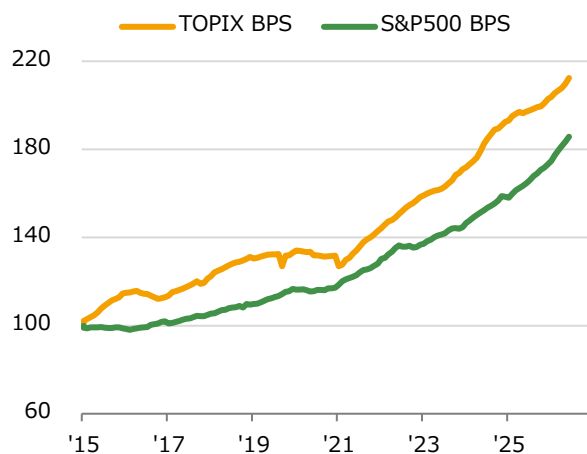
TOPIXはS&P500と同程度のEPS成長だが…



※2015年初を100として指数化、直近値は2026年6月末

(出所) ファクトセット

…BPSが肥大化し、低ROEの一因となっている



※2015年初を100として指数化、直近値は2026年6月末

(出所) ファクトセット

日本企業の手元資金は過剰か？

企業にとっての最適な現預金保有比率を求めるのは難しいです。財務の安定性は重要ですし、有事に備えて一定の保有も必要です。CGコード改訂案（参考資料）においても、「現預金を含めたこれらの資産を保有することは常に否定されるべきものではなく」、「適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられる」と記載されました。

とはいえ、現預金残高の増加が続く状況では企業への圧力は強まります。生命保険協会のアンケートでは、72%の企業が手元資金は適正もしくは不足と回答したのに対し、投資家の80%は余裕のある水準と回答しました。また、インフレ局面においては、価値が減少する現預金の大量保有は経済合理性に欠ける行動であり、マクロ環境の変化に合わせた対応が望まれます。

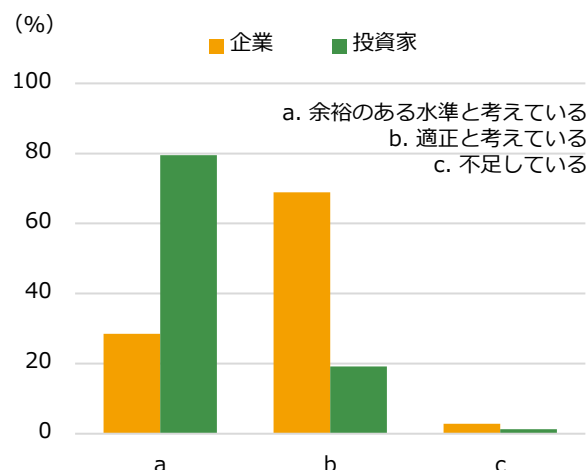
日本企業の収益性がこの10-20年で顕著に高まっている点も考慮すべきでしょう。企業の損益分岐点比率は1980年代やリーマンショック直前を大きく下回る水準まで下がっています。日本企業がショックへの耐性を強めているのであれば、必要な現預金の水準も、以前ほど高くはないと考えられます。

幅広い保有資産が精査へ

資産の有効活用の対象は現預金にとどまりません。CGコード改訂案においても、「現預金等の金融資産や『実物資産等』の経営資源を成長投資等に有効活用できているか」と記載されています。

保有している株式や、流動化が容易でない不動産などを含む多様な資産、さらにはその含み益まで精査されるようになり、売却を含め、資産をいかに活用して成長を実現していくかという観点から企業は評価されるようになっていきます。

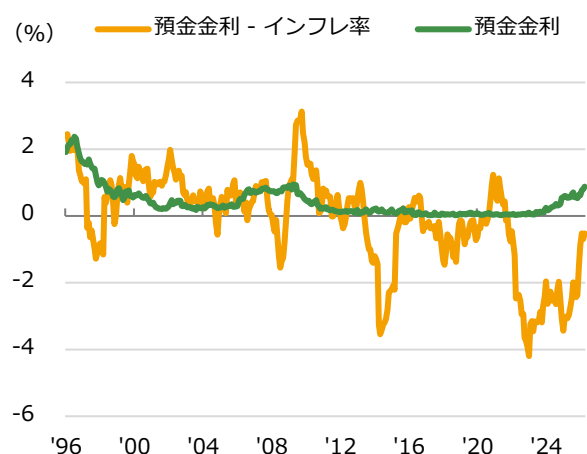
手元資金に関して企業と投資家で認識ギャップ



※企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果 (2025年度版)

(出所) 生命保険協会

インフレ局面において価値が減少する現預金の大量保有は経済合理性に欠ける行動



※定期預金の平均金利（5年以上6年未満）、直近値は2026年4月

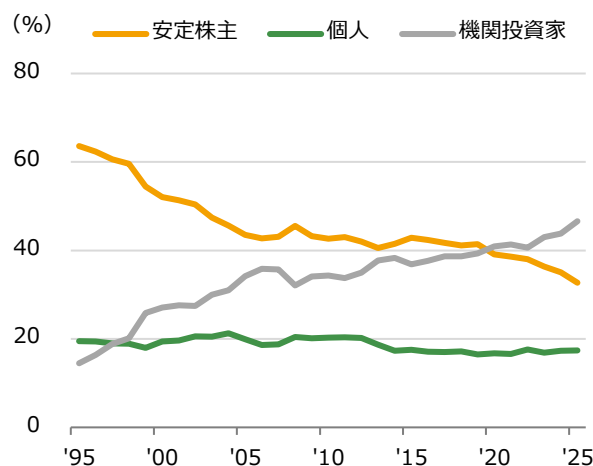
(出所) 日本銀行、総務省より大和アセット作成

経営陣への圧力は増す一方

重要なのは、改革のモメンタム（勢い）が続くかどうかです。東証要請以降の3年を経て企業や株主・投資家の意識が変わったことにより（P2参照）、改革は構造的な変化となりつつあり、当社はその進展に対する確信を強めています。

6月には3月期決算企業の株主総会が集中しました。アクティビストの活動が活発化するなか、機関投資家や議決権行使助言会社は議決権行使基準を厳格化しています。さらに、政策保有株の解消に伴い安定株主も減少しており、株主総会を巡る緊張感は高まっています。CEO等の選任に関する株主総会での賛成率は低下傾向にあるほか、その変動幅も拡大しており、企業に対して、株主をより意識した経営を促す圧力となっています。また、株主提案を受ける企業数も増加基調が続いており、株主が企業との対話や働きかけを通じて変革を促す動きは着実に広がっています。

安定株主が減少し、経営陣への圧力は増す



※投資部門別株式保有状況、安定株主=政府・地方+銀行+保険+事業法人、機関投資家=投資信託+年金信託+海外投資家

(出所) 東証より大和アセット作成

ROE拡大局面の到来で、日本株再評価は新たなフェーズに

目覚ましい進展が見られているコーポレートガバナンス改革ですが、投資家にとって意外でもあり、やや失望でもあったのが、これだけ資本効率改善への取り組みが進んでいるにもかかわらず、TOPIXのROEがあまり改善していない点です。そしてROEが改善していないため、ガバナンス改革は銘柄選択のテーマに過ぎず、日本企業全体が変わっているわけではない、あるいは株主還元を増加をもたらすに過ぎないとの見方をしている懐疑的な海外投資家も一部にいました。

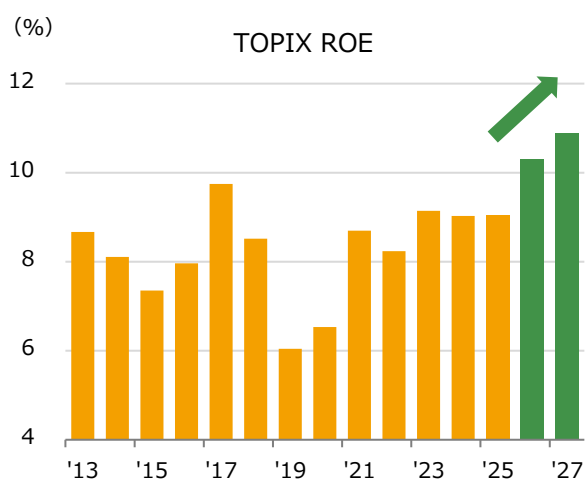
ROEの伸び悩みの一因は、分母である自己資本が膨らんでいることにあります。前章までに議論してきた現預金等の活用不足に加え、この数年は円安や株高により、為替換算調整勘定やその他有価証券評価差額金の増加が、自己資本の増加につながっていました。

この状況が今年変わると見込まれます。政策保有株の売却と、当社が見込む穏やかな円高進行により、今後は為替換算調整勘定やその他有価証券評価差額金の自己資本押し上げ効果は縮小すると思われます。さらに、CGコード改訂により、バランスシート改革（ROEの分母の縮小）と利益成長（ROEの分子の拡大）が進みます。コンセンサスでは26年度にTOPIXのROEが10%を超え、27年度にかけても上昇が続くと見込まれていますが、当社はコンセンサス予想以上に上昇が加速する可能性も十分にあると考えています。停滞していたTOPIXのROEが上昇局面に入り、日本株再評価は新たなフェーズに移行します。

TOPIXのROEが8%以下の局面では、PBRとの相関は低い一方、8%を超えるとROEの上昇に伴ってPBRが上昇する傾向があり、足元の水準からのROEの上昇はバリュエーションの拡大につながります。さらに、その関係は線形ではなく、ROEが上昇するほどPBRの拡大が加速する傾向が見られます。TOPIXがROEの上昇局面に入るのであれば、PERのレンジも切り上がります。

海外投資家が高ROE企業を選好する傾向は明確です。日本のROEは海外（先進国）と比べて恒常的に低い水準にありますが、その差が縮小する局面では海外資金の流入が見られてきました。日本企業が資本収益性の低さから抜け出し、持続的なROE上昇局面に入ったとの確信が強まれば、海外投資家による資金流入も一段と加速するでしょう。

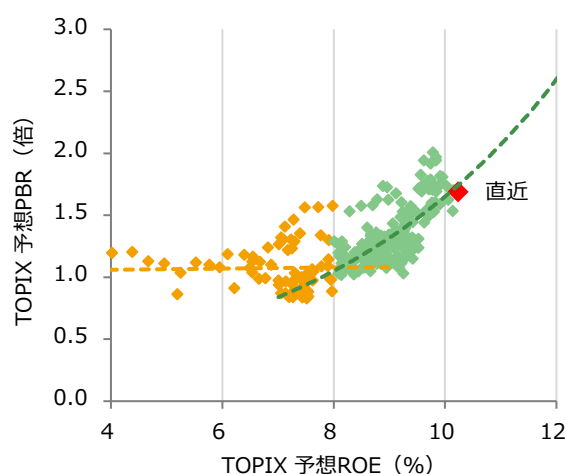
この数年停滞していたTOPIXのROEが拡大へ



※26-27年度はファクトセットコンセンサス予想、2026年7月7日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

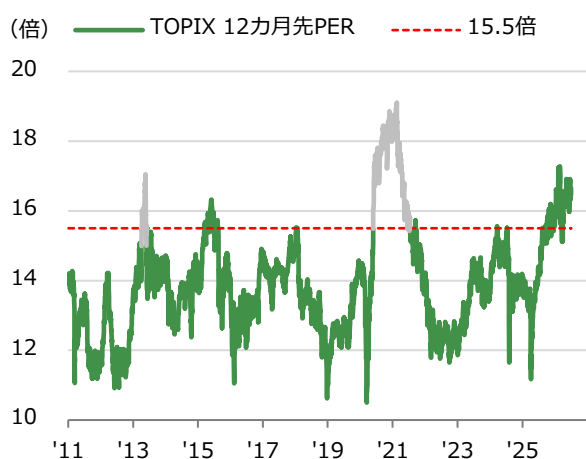
ROEが8%を超えるとPBR拡大が加速



※2003年以降の月次データ、直近値は2026年6月末

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

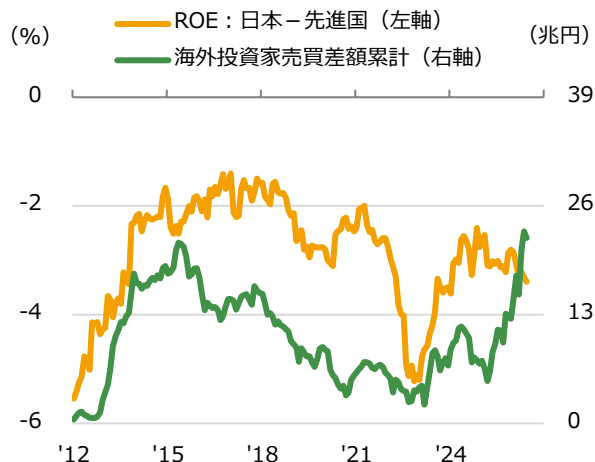
TOPIXのPERレンジは上方シフトの可能性



※直近値は2026年7月3日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

TOPIXのROEが持続的な上昇基調となれば、海外投資家の資金流入も加速へ



※直近値は2026年6月末

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

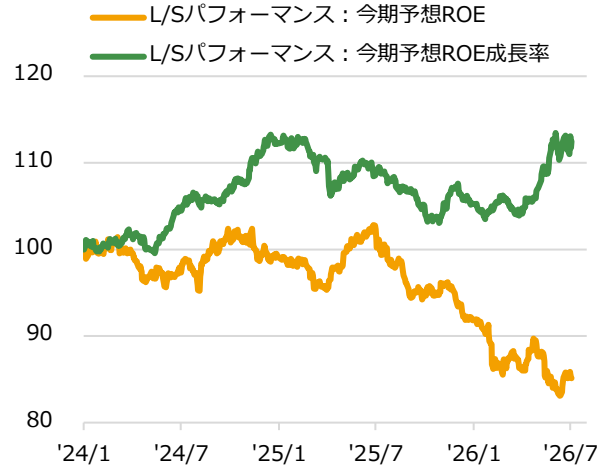
ガバナンスが改善する企業は市場からの評価が変わる

コーポレートガバナンス改革によって日本株式市場全体の評価が見直されているのと同様に、個別企業においても、ガバナンス改善に対する評価の高まりが株価上昇につながり、市場を上回るパフォーマンスを生み出しています。

こうした傾向は、ROEに対する市場の評価にも表れています。ROEは投資家が重視する指標ですが、個別銘柄においては、ROEの高さそのものよりも、ROEがどの程度改善しているかが評価される傾向が見られます。実際、ROEの高い銘柄群の株価パフォーマンスは必ずしも良好ではない一方、前期から今期にかけてのROEの改善度合いを示す今期予想ROE成長率の高い銘柄群は、相対的に堅調なパフォーマンスが続いています。ガバナンス改革を通じてROEの改善が期待される企業は、今後も良好な株価リターンが期待できます。

ガバナンス改善が高い株価パフォーマンスにつながっていることは、東証の資料にも表れています。東証は、「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請への対応状況に応じて、企業を「事例集掲載企業」「開示済み企業」「検討中・未開示企業」に分類しています。事例集掲載企業は、東証が当該要請への対応に関する好事例として紹介した企業です。開示済み企業は、東証要請を踏まえた企業価値向上に向けた方針や取り組みを公表している企業を指します。一方、検討中・未開示企業は、対応を検討中、または具体的な方針をまだ公表していない企業です。ガバナンス改革への取り組み姿勢や進捗度合いの違いが、株価パフォーマンスの差として表れていることが確認できます。

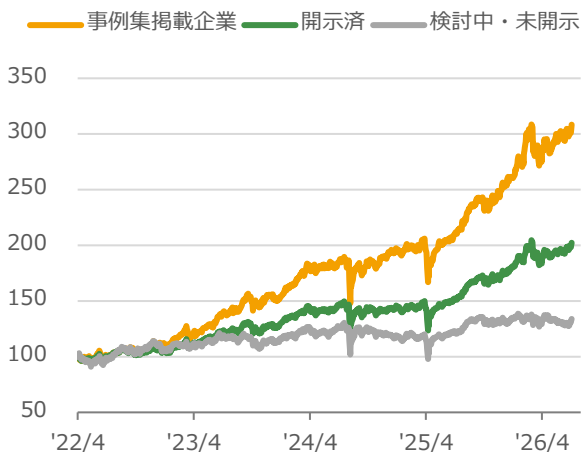
足元の株式市場ではROEがどの程度改善しているかが評価されている



※TOPIX500構成銘柄を今期予想ROEおよび今期予想ROE成長率で順位付けし、上位1/3ロング・下位1/3ショート、2024年初を100として指数化、直近値は2026年7月3日

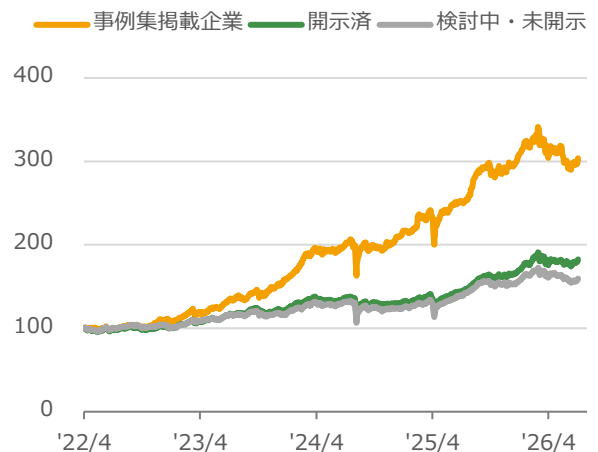
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

市場改革後の株価推移（プライム市場）



※2022年4月初を100として指数化、直近値は2026年7月3日
(出所) 東証より大和アセット作成

市場改革後の株価推移（スタンダード市場）



※2022年4月初を100として指数化、直近値は2026年7月3日
(出所) 東証より大和アセット作成

日本株の「構造的な強気相場」は続く

日本株の上昇は、一時的な景気循環やテーマへの物色によるものではありません。コーポレートガバナンス改革に加え、インフレ経済への転換や国内投資家の存在感の高まりなど、幾つもの重要な構造変化が進んでいます。当社は、こうした変化を背景に、日本株が中長期的な上昇相場のさなかにあると考えています。

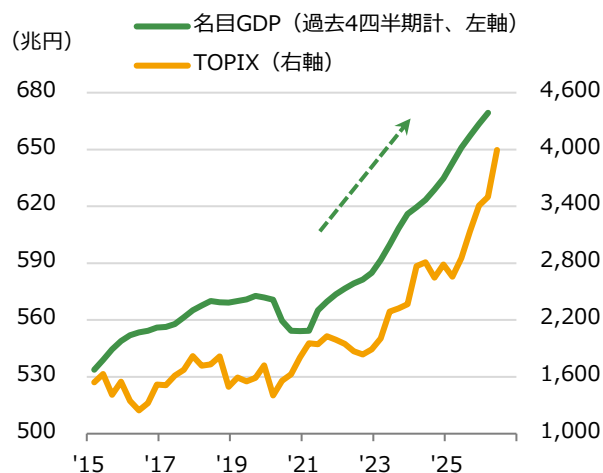
インフレは名目GDP成長率の上昇を通じて企業の売上や利益の拡大につながり、日本株にとって大きな追い風となります。さらに、足元では実質賃金もプラスで推移しており、家計や企業のデフレマインドからの脱却が進みつつあります。消費者は企業の値上げを受け入れやすくなり、企業は長らく失っていた価格決定力を取り戻しつつあります。利益率の改善がさらなる賃金上昇と消費拡大を促すという好循環が期待されます。

株式市場が高い期待を寄せる高市政権の成長戦略も具体化が進んでいます。政府は戦略分野を対象に、2040年度までに総額370兆円を超える官民投資のロードマップを公表しました。こうした投資が日本経済の供給力向上につながり、潜在成長率を押し上げることが期待されます。

AI・半導体関連市場の拡大も日本株の追い風です。AIへの懐疑的な見方もありますが、その高い成長性を踏まえると、関連銘柄の中長期的な上昇余地は依然として大きいと当社は考えています。

足元の日本株式市場ではやや不安定な展開が続いていますが、ファンダメンタルズに目を向けると、中東情勢が改善する中、経済も業績も堅調です。業績見通しの上振れが株価上昇をけん引していることから、TOPIXの予想PERはイラン紛争直前を下回っており、割高感はありません。当社は日経平均株価が2026年末に79,000円、2027年末に86,000円に達すると予想しています。

インフレが株式市場への追い風となっている



※名目GDPの直近値は2026年1-3月期、TOPIXは2026年6月末
(出所) 内閣府、ブルームバーグ

当社は日経平均株価が2027年末に86,000円に達すると予想している



※緑線は大和アセット予想、実績の直近値は2026年7月3日
(出所) ブルームバーグ、大和アセット

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

最新のレポート掲載ページはこちら

<https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/countries/report/index.html>

URL <https://www.daiwa-am.co.jp/> お問い合わせ 0120-106212 (受付時間 9:00~17:00)