

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# アジア株式(除く日本)： 企業価値向上の取り組み によるリターン上昇期待

**Sundeep Bihani**ポートフォリオ・マネジャー、株式運用部門  
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)

## ポイント

- **アジア各国政府は、自国内の個人投資家や貯蓄基盤に利益をもたらすことを狙い、上場企業に株主還元を促し、上場企業の市場価値向上に取り組んでいます。**
- **日本でみられる先行事例とその成果は、中国、韓国、インドにおけるコーポレート・ガバナンスを改善するための最近の各政府の取り組みが中長期的に持続する可能性があることを示唆しています。こうした動きは、配当や自社株買いの増加、ROE(自己資本利益率)の改善、ボラティリティ(株価変動率)の低下といった成果が期待できます。**
- **恩恵を受ける企業は、国有企業やオールドエコノミー企業、低成長セクターの中から出てくる可能性が高いでしょう。このような企業は一般的に市場ではある意味で“愛されておらず”、逆張り対象ですが、私たちは魅力的な投資機会と考えています。**

企業の1株当たり利益の伸び悩み、地政学リスクや規制によるリスク・プレミアムの上昇、さらに直近までの中国経済の低迷を背景に、アジア株式は過去10年間、世界の主要市場に遅れをとってきました。しかし、上場企業のコーポレート・ガバナンス改善を求める各国政府の動きは、アジア全域でその勢いを増しており、株主リターンの改善を促し、アジア株式市場の多くの出遅れた銘柄に内在する企業価値の向上を実現する可能性があります。

アジア株式(除く日本)の現在のPBR(株価純資産倍率)は1.6倍で、これは代表的な世界株指数(先進国と新興国で構成)であるMSCI ACWI指数に比べて約半分の水準<sup>1)</sup>にあります(図表1参照)。

## 各国政府は積極的に関与

より良いコーポレート・ガバナンスと国有企業(SOE)改革を求める声は、アジアでは目新しいものではありません。しかし、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)の後、アジアでも特にアジア太平洋地域の株式市場に参加する個人投資家が増加していることは、株式市場のパフォーマンスとバリュエーションの向上に対する各国政府の関与がより持続的になる可能性が高いことを示唆しています。アジア太平洋地域の株式市場への個人投資家の参加率は、世界の他の地域に比べて高いことが明らかになっています(図表2および3参照)。

アジアのいくつかの政府は、自国の国内市場の株式を(直接的または公的年金等を通じて)大量に保有しているため、上場企業からの配当の増加を求める点においては個人投資家と足並みを揃えています。

韓国では尹(ユン)大統領自身が、大胆な税制改革と少数株主の保護強化を訴え、同国の株式市場をこれまで苦しめてきた『コリア・ディスカウント(韓国株の慢性的な低評価)』対策に狙いを定め動き出しました。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379号/加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

240528 (01)

invested in insights.

また同氏は、現在の韓国では、過去とは異なり個人投資家の株式保有率が高くなっていることをアピールしています。韓国の個人投資家の数は、新型コロナウイルスのパンデミック以降、2倍以上に増加しました<sup>2</sup>。

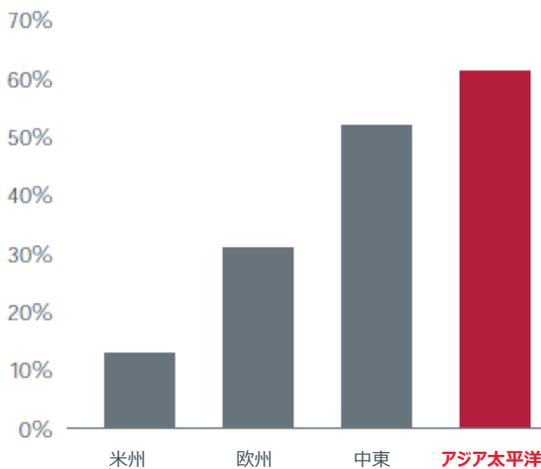
2022年5月の尹大統領の就任以来、韓国政府は外国為替取引の規制緩和や株式投資のキャピタルゲイン課税の軽減など、資本市場の慣行の改善に取り組んでいます。

図表 1: PBR(株価純資産倍率)からみてアジア株(除く日本)は世界株に比べて割安なバリュエーション水準



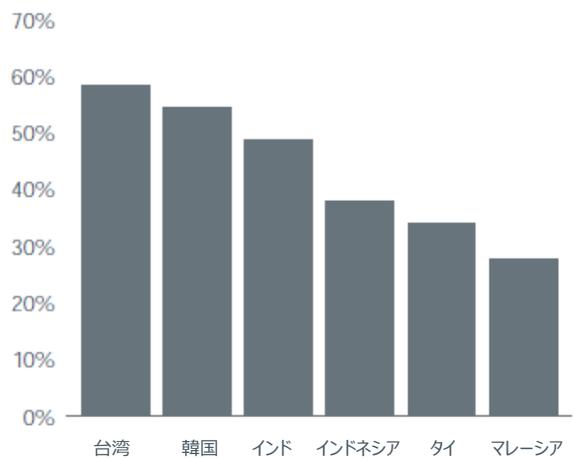
出所：Refinitiv Datastream、MSCI のデータ(2024年1月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

図表 2: 株式市場への個人投資家の参加率～地域別の比較



出所：国際取引所連合 (World Federation of Exchanges)が発行したレポート『Retail trading: an analysis of global trends and drivers. Pedro Gurrola-Perez, Kaito Lin, Bill Speth. (2022年9月)』

図表 3: 個人投資家はアジア株式市場の主要な参加者～アジアの国・地域別の比較



出所：Bloomberg Finance L.P.、JP Morgan Equity Macro Researchのデータ(2024年2月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。※現金取引高全体に占める個人投資家の割合(年初来平均)。

## invested in insights.

インドでは、投資家が株式や有価証券をデジタル形式で保有するための口座である電子証券口座(DEMAT口座)の数が、2020年3月の約4,090万口座から、2023年10月時点で1億3,230万口座と3倍以上に増加しました。一方、ナショナル証券取引所(NSE)\*に上場しているインド企業に対する個人投資家の直接保有比率は、2023年9月時点で過去最高の7.62%に上昇しました<sup>3</sup>。

\* インドにはムンバイ証券取引所(BSE)とナショナル証券取引所(NSE)の二大取引所を筆頭に複数の証券取引所があります。

日本では2024年1月より新しい少額投資非課税制度(新NISA)が始まりました。NISA口座はもともと、より多くの日本の家計に投資を奨励するために2014年に開始されました。今回の刷新では、政府は成長投資枠の年間投資上限額をそれまでの120万円から240万円に倍増し、恒久的に非課税としました。

中国では、中国証券監督管理委員会(証監会、CSRC)によると、2022年後半の中国におけるA株(中国本土に上場し人民元で取引される株式)の売買高は、個人投資家が全体の約60%を占めるようになりました。

### アジアにおける企業価値向上の取り組み

アジアにおける企業統治(コーポレート・ガバナンス)改革がどのような成果をもたらすかが明らかになるのは、それほど先のことではないでしょう。日本の企業改革は、2012年に当時の安倍首相が経済戦略の一環としてコーポレート・ガバナンス改革を提唱してから10年以上にわたって官主導で進められてきました。それ以来、日本では配当と自社株買いが増加しています(図表4参照)。

また2023年初頭、東京証券取引所は上場企業、特にPBR(株価純資産倍率)が1倍を下回って取引されている企業に対し、改善策を開示・実行するよう要請し、特に業績不振企業の経営陣に対する圧力が高まっています。日本ではデフレ圧力の緩和、円安、景気の改善が日本株への投資家心理を高めるのに役立ってきましたが、こうした政策決定者の行動は大きなゲームチェンジャーとなりました。日本だけでなく、アジアのさまざまな国々が、独自の企業改革プログラムを打ち出し始めています。

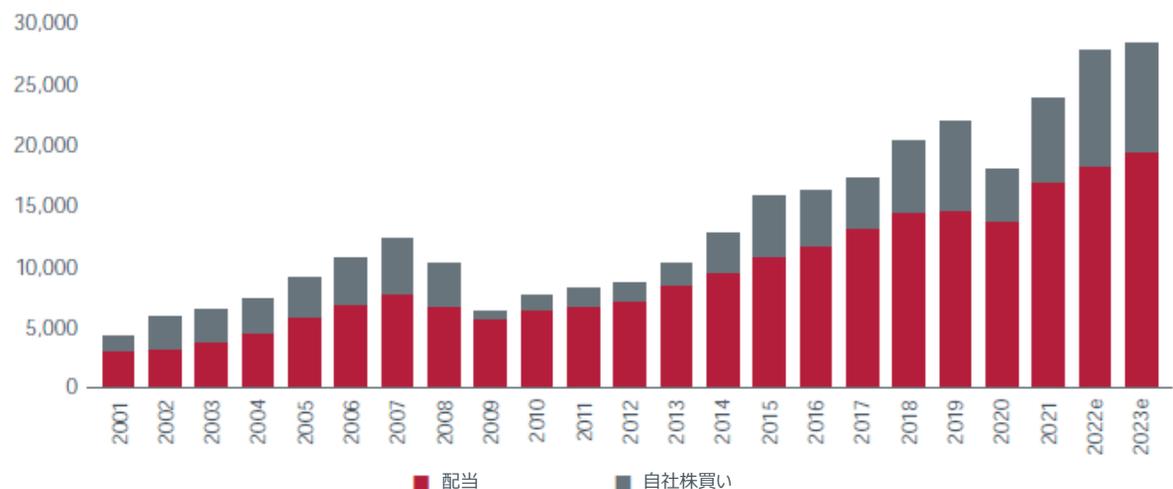
### 韓国

アジア第4位の経済大国であるにもかかわらず、韓国企業は歴史的に世界の同業他社よりも低いバリュエーションで取引されてきました。本稿執筆時点(2024年2月)で、MSCI韓国インデックスのPBR(株価純資産倍率)は1.1倍であるのに対し<sup>4</sup>、MSCIアジア・インデックス(除く日本)は1.5倍となっています。『コリア・ディスカウント(韓国株の慢性的な低評価)』として知られるこの現象は、低配当や、コーポレート・ガバナンスが貧弱と思われる家族経営の財閥による支配(優位性)など、複数の要因によるものです。韓国はネットキャッシュ企業の割合が高いにもかかわらず、配当性向は日米欧の水準を下回っています(図表5、6参照)。

韓国金融委員会(FSC)は本年2月、『コリア・ディスカウント』の是正を目指すプログラムの詳細を発表しました。同プログラムの3つの柱は、①企業が自主的に株価上昇策を打ち出すようインセンティブを与えるガイドライン、②企業価値向上に望ましい業績を上げている企業で構成される新たなベンチマーク指数(『韓国バリューアップ指数』)の開発、そして③同プログラムを促進するための政府支援システムの構築、から成り立っています。

図表 4: 日本企業の配当と自社株買いの推移

(単位:10億円)



出所: Nomura のデータ(2023年12月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。2022年度、2023年度は予測値。自社株買いは各企業の資料、東洋経済新報社およびNomura の推計値、配当はNomura の推計値。

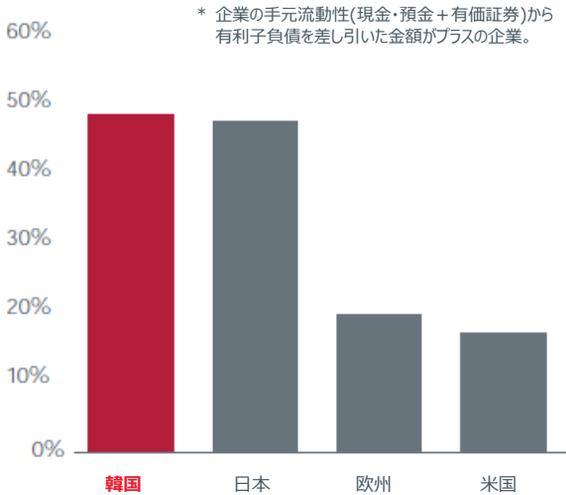
invested in insights.

インド

インドでは、国有企業 (PSU : Public Sector Undertakings) に割安株が集中しています。本稿執筆時点(2024年2月)では、国有企業の株価指数である『BSE PSU指数』は大手企業からなる主要株価指数の『Nifty指数』に対してPER(株価収益率)で40%のディスカウント水準で取引されています。この数値は2017年3月末までは約30%のディスカウント<sup>5</sup>でした(図表7参照)。

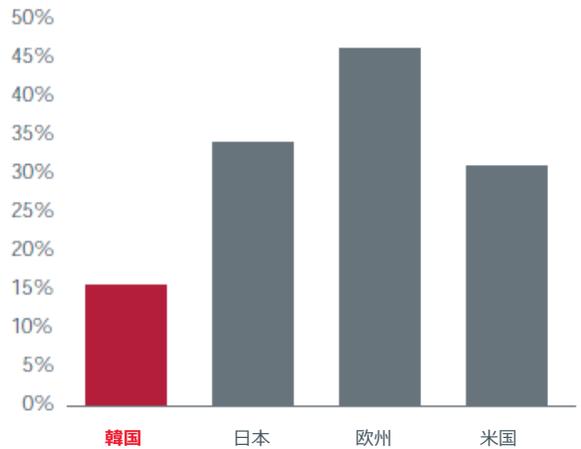
歴史的に見ると、このディスカウントは、ROE(自己資本利益率)の低さ、ガバナンスの弱さ、政府による株式売却などが原因となっています。最近では、政府による株式売却が制限され、企業価値の最大化に焦点が当てられているため、この状況は変化しています。政府は、インドの財政需要を賄うためには、売却よりもPSUの価値最大化を優先することを強調しています。

図表 5: 各国・地域のネットキャッシュ企業\*の割合



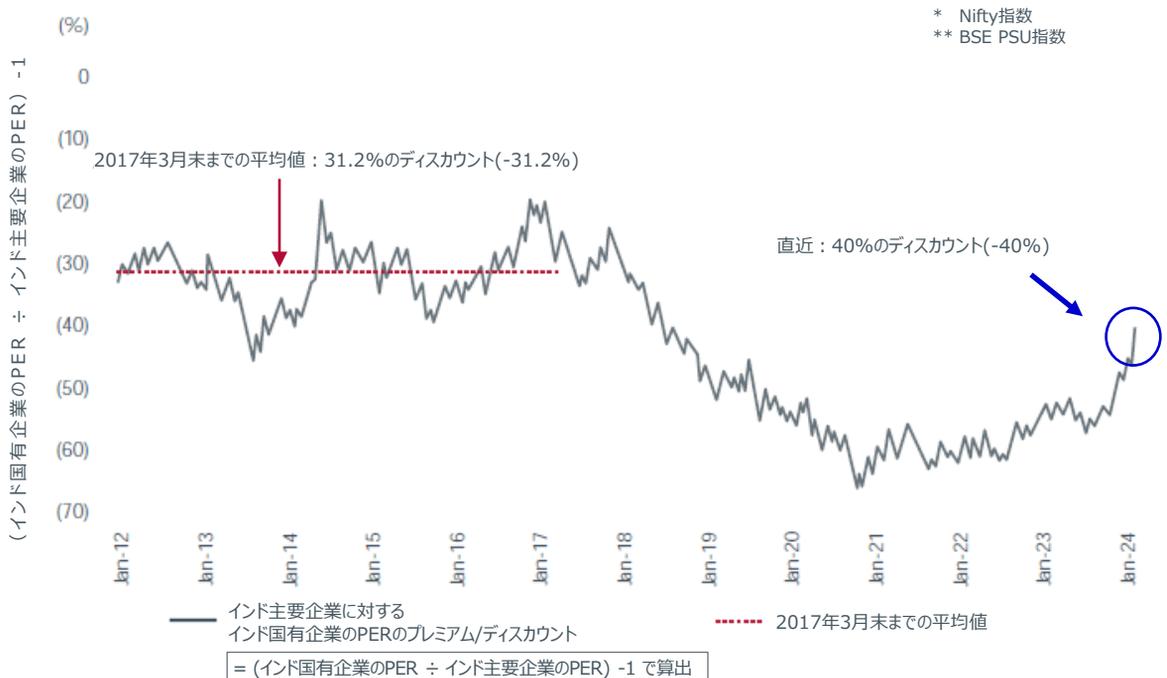
出所: Bloomberg, JP Morgan Equity Research. のデータ(2024年2月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

図表 6: 配当性向の中央値～国・地域別の比較



出所: Bloomberg, JP Morgan Equity Research. のデータ(2024年2月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

図表 7: インド主要企業\*に対するインド国有企業\*\*のPERの相対的な割安度の推移



出所: Bloomberg, Jefferies. のデータ(2024年2月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

invested in insights.

一方、株式パフォーマンスは国有企業の経営陣への評価に反映されるようになりました<sup>6</sup>。インドにおけるこの企業価値の最大化に向けた動きの結果は、設備投資の内部評価の厳格化、市場主導の意思決定、株主(筆頭株主である政府を含む)へのリターンの向上という形で現れる可能性があります。

中国

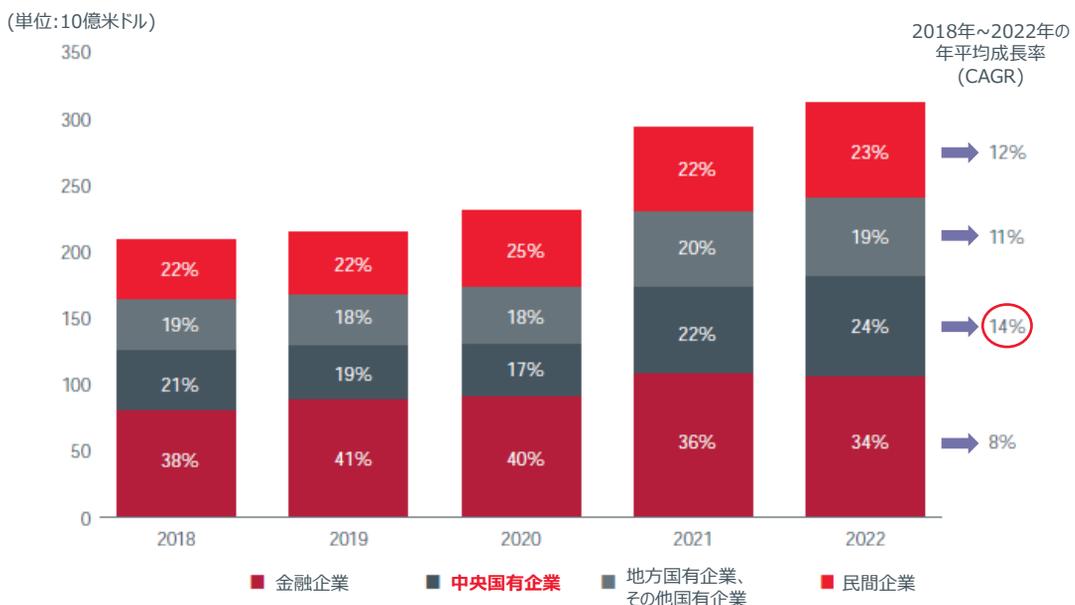
2022年、中国証券監督管理委員会(証監会、CSRC)は『“中国の特色ある”市場評価システムを構築する』との呼びかけを行いました。続いて、上海証券取引所から『中央国有企業の評価を適切な水準に戻すことを促進する』ための3か年行動計画が発表されました。今年、中国の国務院(政府)国有資産監督管理委員会(SASAC)は、株式時価総額を上場中央国有企業の重要業績評価指標(KPI)とし、政策の優先事項とすることを発表しました。また2021年から2022年にかけて、中国の上場する中央国有企業の配当は大幅に増加していることが確認されています(図表8参照)。現在、中国の国有企業(SOE)は、PER(株価収益率)、PBR(株価純資産倍率)ともに非SOEの半分のバリュエーション水準で取引されています。SOEが株主よりも国益を優先しているという投資家の認識も、その営業効率の悪さと相まって、バリュエーション面での重荷となっています。

想定される受益者

コーポレート・ガバナンスを改善し、企業価値を最大化する動きから最初に投資指標面で影響を受けるのは配当性向になる、と私たちは考えています。アジア企業のバランスシートは世界的にみても最もギアリング比率(自己資本に対する負債比率)が低く、アジア企業は成長分野への設備投資を犠牲にすることなく高配当を支払う余裕があります。中国の中央国有企業は政府の後押しを受け、配当性向を2018~20年の45%未満から2021~22年には50~55%に引き上げています<sup>7</sup>。過去10年間、アジアが米国に遅れをとってきた自社株買いと株式消却は、政府による企業価値最大化の推進を実行するもう1つの方法です。キャッシュベースでみたリターンであるキャッシュリターン、ひいてはキャッシュフローを重視することで、バランスシートが最適化され、リターン効率の低い設備投資の優先順位が下がるため、ROE(自己資本利益率)の向上につながります。私たちは、脆弱なバランスシートを有する企業が不適切な設備投資の決定を行ったり業績悪化に陥るのを何度も目にしてきました。キャッシュリターンとROEが高まれば、株価のボラティリティも低下します。

アジアの国有企業(SOE)は、政府の市場価値向上策による最初の受益者となる可能性が高いでしょう。SOEは今後もある意味で、政府の政策手段の一部であり続けるでしょうが、株主に対するより高いキャッシュリターンのコミットメントは、SOEのキャッシュフローに対する政府の関与リスクをある程度軽減することが期待できます。

図表 8: 中国A株企業の配当総額



出所: Bloomberg、BofA Global Research のデータ(2024年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

## invested in insights.

第2の受益者は、持ち合い株のような複雑な株式保有構造を持ち、その結果持株会社ディスカウントに苦しむオールドエコノミー企業です。そして第3の受益者は、最適とは言えない負債構造を持つ低成長企業であり、電気通信サービス企業、コモディティ企業、資本財企業がこれに含まれます。

上述した3つの受益者グループに共通する特徴は、低成長で質の低い企業であることから市場から愛されていない点が挙げられます。その結果、投資ウェイトは小さくなり、またこれらの企業に関する調査は過去数年間あまり行われず、ミスプライス(株価が割安で適正価格から乖離した状態)となっています。私たちイーストスプリングのバリュー投資の哲学は、人間の感情や行動バイアスが投資の意思決定を歪めている、という観察に基づいています。このため、投資家は直近の過去に注目し、近い将来を予想し、その結果、成長の見込みや質の高さを過大に評価してしまうのです。私たちは、3つの受益者グループの企業への逆張りの投資を選好しており、さらに投資家にとって魅力的な投資機会であると考えています。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

### (データ出所)

1. Refinitiv Datastream, MSCI(2024年1月末)。
2. [https://www.koreatimes.co.kr/www/biz/2024/02/602\\_363158.html](https://www.koreatimes.co.kr/www/biz/2024/02/602_363158.html)
3. [https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/retail-play-in-listed-companies-hits-a-new-high/articleshow/105107378.cms?utm\\_source=contentofinterest&utm\\_medium=text&utm\\_campaign=cppst](https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/retail-play-in-listed-companies-hits-a-new-high/articleshow/105107378.cms?utm_source=contentofinterest&utm_medium=text&utm_campaign=cppst)
4. Refinitiv Datastream(2024年2月末)。
5. Jefferies(2024年2月)。
6. Refinitiv Datastream(2024年2月末)。
7. BofA Global Research(2024年3月末)。

### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。