

# 株式市場からの

# 要請と期待

野村証券  
エクイティ・リサーチ部  
インダストリアルズチームアナリスト

濱川 友吾



Yugo Hamakawa

## 株式市場からの要請

株式市場では企業の持続的な成長や中長期的な企業価値向上の実現に向けた施策に一段と注目が集まっている。東京証券取引所（以下東証）は二〇二三年三月三十一日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願い」を公表した。上場する建設会社は、ゼネコンを中心にPBR（株価値純資産倍率）が低い会社が多く、東証からの要請もあり株式市場からは企業価値向上に向けた変化に期待が高まっている。

実際、二〇二三年六月に開催された株主総会では、複数のゼネコンが自己株式の取得や配当の増額などの株主提案を受けた。そもそも、株主は上場企業に対して投資した資本を効率的に活用し、最大の利益を創出することを求めている。

建設業界では、株主が抛出した自己資本を用いて企業がどれだけの利益をあげたかを示す自己資本利益率（ROE）が低位な会社が多く、PBRが低い要因でもある。株

主還元拡充の要求は、資本を有効活用できない場合には、過剰な資本を株主に還元してほしい、という考えによるものである。余剰なキャッシュは将来の利益成長に向けた投資に振り向けるのか、それとも株主還元強化に回すのか、株式市場からの声を受けたキャッシュの活用法の見直しに期待したい。

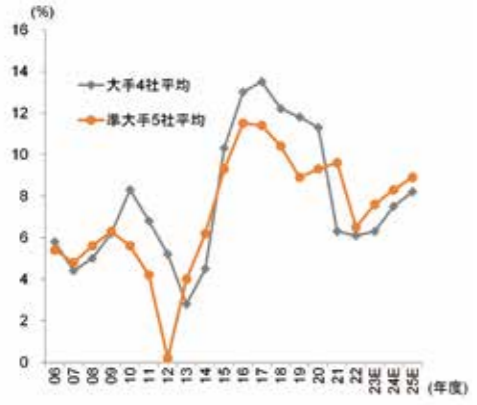
収益性の悪化も資本効率の低下につながっており、二〇二二年度では資材価格上昇の悪影響を受け一段と各社の建築利益率は低下した。今後も慢性的な人手不足や二〇二四年四月以降の残業時間規制への対応、施工面での高い品質の確保など課題も残る。一方、受注環境は旺盛な需要が見込まれるなかでゼネコン間での競争が緩和し、値上げや利益率の向上を目指しやすい環境になると考えており、各社の収益性改善の兆しも出始めてきている。

## 収益性は改善の兆し、差別化戦略も必要

ゼネコン各社の粗利率は二〇一

七年度をピークに二〇二二年度まで低下が続いた。二〇一七年度以降では、オリンピック後の建設需要のピークアウトが見え始めたことや、米中貿易摩擦を発端とした設備投資の抑制などにより競争環境が激化し始めた。二〇二〇年度以降では、新型コロナウイルスの影響による経済の停滞や、ウクライナ紛争を契機とした資材価格の高騰が各社の業績に悪影響を与えた。足元では、経済活動の正常化に伴う商業施設やホテルなどの建設需要の回復や、サブライチチェーンの再構築に向けた大型生産施設の整備、都心の再開発案件の発注などにより国内の建設需

## ゼネコンの建築粗利率の推移



注: 準大手5社とは、五洋建設、インフリアHD、戸田建設、西松建設、熊谷組。23~25年度の予想は野村予想  
出所: 各社決算発表資料より野村作成

要は回復傾向にあり、ゼネコン間の競争も緩和に向かいつつある。ゼネコン各社は発注者に対して資材価格高騰の価格転嫁を遅ればせながら進めており、二〇二三年度下期から建築粗利率は改善に向かうだろう。また、二〇二四年四月以降は、残業時間の上限規制が始まるなか、施工力を考慮し受注を抑制せざるを得ない状況となるであろう。そのなかで、選別受注と値上げが広がり、受注時の利益率改善が進む可能性もあろう。

建設業界は景気に左右されやすく、活況な建設需要が長期的に続くとは限らない。長い目で見れば人口減に伴う需要の縮小も見込まれる。これまでも、受注環境の悪化と好転サイクルのなかで、各社の業績はアップダウンを繰り返してきた。持続的な収益性の改善には顧客への付加価値の説明とより高い利益率の追求が必要

となろう。例えば、生産施設での製造工程や施設運用を意識した設計、社会的ニーズに合わせた省エネに対応した建築物の提案、独自に開発した部材や施工方法を生かした工期の削減などといった、価格以外で競争する要素を増やしていくことが必要であろう。

これまで、競争激化局面では赤字工事の受注も散見されてきた。売上へのこだわりや代表的な建築物を建設することへのプライドを抑え、採算確保のスタンスの下、安易に価格を下げないことも重要であろう。若者離れによる技能者の減少が進むなか、協力会社への支払い単価の上昇と施工力確保に向けたサポートもゼネコンには求められていると感じる。

## 資産回転率の改善にも期待

ゼネコンでは、二〇二二年度以降政策保有株の売却の動きが進みつつある。政策保有株に関して中長期

また、不動産や再生可能エネルギー関連への投資は、利益貢献に時間がかかるため株式市場からの評価が十分に進んでいないとも感じられる。投資に積極的なゼネコンは投資内容の開示の充実や業績貢献へのイメージを具体的に示すことも必要であろう。