

投資指標としての ROE

目次

- I. はじめに
- II. ROE 重視の流れの背景
- III. JPX 日経インデックス 400 について
- IV. ROE の有効性分析
- V. 終わりに

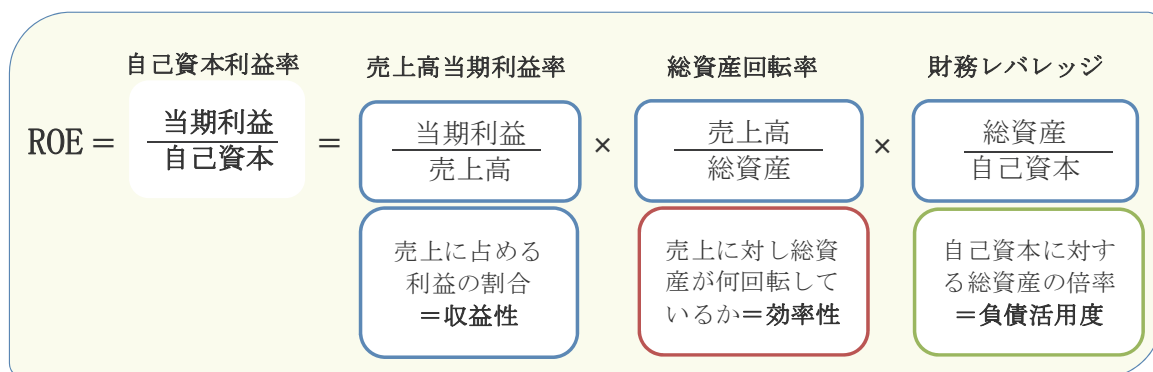
インデックス戦略運用部 戦略グループ 主任調査役 栗野 智之
 調査役 小西 健史
 株式運用グループ 調査役 本間 丈明

I. はじめに

これまで日本の投資指標としては有効性が低かった ROE を主要な選定基準に採用した JPX 日経インデックス 400 は 2014 年 1 月のスタート以来、順調なパフォーマンスの推移をみせている。その背景には、アベノミクスの核となる「企業の稼ぐ力を向上させる」ためのコーポレートガバナンス強化や GPIF 改革など一連の政策により、経営者の ROE に対する意識が高まっていることがあろう。本稿では、ROE をめぐる一連の動きの背景を考察するとともに ROE の分析を通じ、今後有効な投資指標になり得るか検証してみたい。

ROE(Return on Equity)とは、株主の持ち分である自己資本に対し、どれだけの利益を効率よく上げているかを示す総合的な指標で、財務的には自己資本利益率を指す。ROE はその特性から以下のように分解でき、企業の収益力を測る総合的な指標として活用されている。

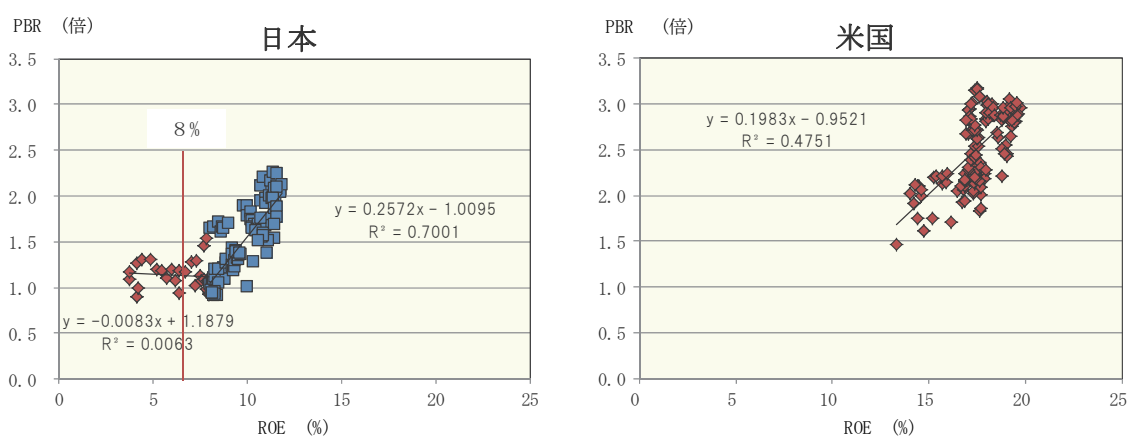
図表 1 : ROE の構造分解



出所：各種資料から三菱 UFJ 信託銀行作成

次に ROE が市場でどのように評価されているかみてみたい。図表 2 は、日本と米国の毎月末の予想 ROE と PBR¹ をプロットしたものである。米国では、収益力を表す ROE と株価の評価を表す PBR に相関がみられ、ROE の上昇とともに PBR も上昇している。欧米において ROE は投資指標として定着しており、それが両者の関係に現れているとみられる。一方、日本では、ROE が高い時期は PBR との相関がみられるが、ROE が低い時期は、PBR は 1 倍程度で横這いとなっている。これは、ROE が低い時期は、純資産価値による下支え効果が働き、両者の間に明確な相関がなくなるためと考えられる。欧米に比べて ROE の水準が低いことが、日本では投資指標として ROE が効かないひとつの要因と思われる。

図表 2 : ROE と PBR の分布



※日本は MSCI JAPAN、米国は MSCI US がユニバース。期間は 2003 年 6 月～2014 年 12 月

出所：FACTSET より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、日本の場合、ROE がおよそ 8 % 以上の水準になると PBR との相関が強まる傾向がある。つまり、日本では、ROE が 8 % を超えてはじめてその水準が株式市場で評価されているのである。この 8 % の水準は、投資家(株式市場)が期待する最低限の投資利回りを示していると考えられ、資本コストと呼ばれている。資本コストは、投資家が期待する投資利回り を表している反面、企業側からみると、資金調達にかかるコストであると同時に、企業が超えなければならない収益率を表している。2014 年 8 月に経済産業省から公表された「伊藤レポート」の中でも資本コストについて述べられており、その観点から日本企業は、ROE 水準 8 % 以上を目指すべきとしている(後述)。資本コストは本来、金利水準や業態(ビジネスモデル)などにより異なるため、全企業に一律 8 % をあてはめることは適切ではないが、平均的に

¹ PBR(株価純資産倍率)は株価を一株当り純資産で除したもので、株価が、純資産の何倍まで買われているかを示す投資指標。高い PBR は、市場の評価が高いことを意味し、逆に低い PBR は、市場の評価が低いことを意味することから、株価水準の比較によく利用される。理論的には純資産価格を株価が下回った場合(PBR 1 倍未満)は、企業を解散させた方が株主にとって有利と考えられているため、PBR は 1 倍が下限の目安となる傾向がある。

みて日本企業は、この水準以上の収益を稼ぎ出さない限り、株式市場では十分な評価が得られない事を図表2は示唆していると考えられる。

図表3はROEと構成する3要素について2002年以降の平均値を算出し、日米の歴史的な水準を比較したものである。ROEの水準は倍以上の開きがあるが、構成する3要素をそれぞれみると総資産回転率、財務レバレッジに大差はなく、売上高当期利益率に大きな違いがみられる。米国の売上高当期利益率すなわち収益性は群を抜いて高く、日本は低い。日本企業のROE低迷の主因は、この低い収益性にあるといえよう。

図表3：日米ROEと3要素の分解

	日本	米国
ROE(%)	6.3	13.4
売上高当期利益率(%)	2.9	7.1
総資産回転率(%)	35.5	36.1
財務レバレッジ(倍)	6.1	5.2

※MSCIデータを使用。期間は2002年6月～2014年12月。数値は単純平均値

出所：FACTSETより三菱UFJ信託銀行作成

このように日本企業の課題は、収益性の低さにある。日本においてROE投資が有効となるには、まず経営者がROEを経営指標として重視し、収益性を引き上げていくことが必要であろう。実際、これまで何回かこのような議論があったが、結果には繋がっていない。しかし、アベノミクス以降は、大きく風向きが変わり、ROE水準の引き上げに向けた動きが今まさに本格化している。

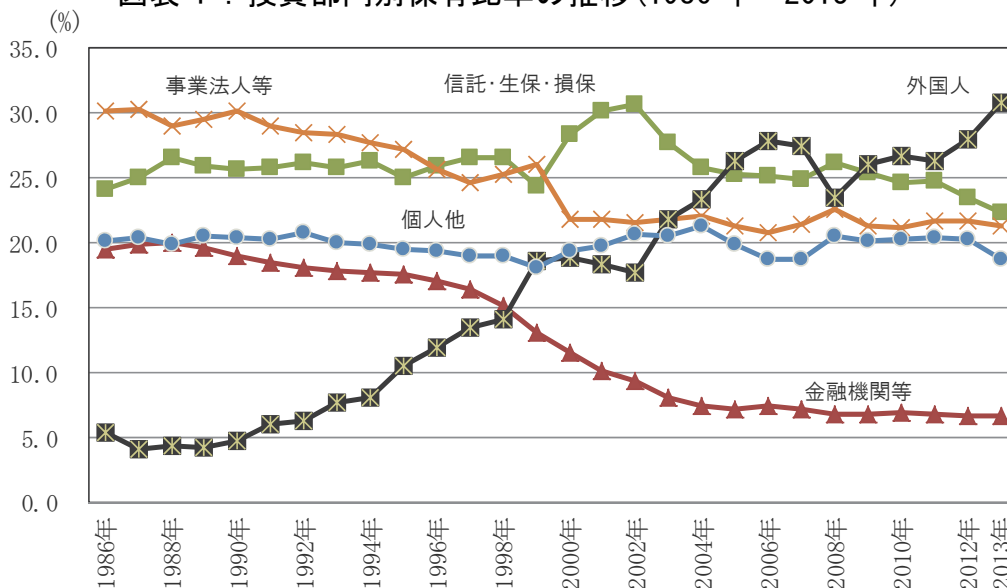
II. ROE 重視の流れの背景

1. ROE をめぐるこれまでの動き

最初にROEが注目されたのは、バブル崩壊後の戻り局面であった1994～1996年頃である。投資余力が低下した日本の投資家に代わり、買い主体となった外国人がROEを有力な投資選定基準としていたため、企業もROEを意識する最初のきっかけとなった。しかしその後、不動産価格の下落や銀行の不良債権問題等で企業倒産が続くなど厳しい経営環境が続いたことから財務の健全性が優先され、ROEが経営指標として定着することはなかった。

次に動きがみられたのは、不良債権問題の決着後、新興国ブームと円安の進行を背景に株価が上昇した2005年～2008年である。図表4は、東証1部株式の投資主体別保有比率の推移をみたものである。金融機関保有株式が減少の一途をたどったのに対し、外国人は、一貫して保有比率を高めてきた。外国人が重視するROEを企業が意識するのはある意味必然の流れであったともいえよう。

図表4：投資部門別保有比率の推移(1986年～2013年)



出所：東京証券取引所データより三菱UFJ信託銀行作成

保有比率を高めた外国人は、資産効率の改善も含めた株主重視の経営への移行を強く求めるようになり、企業も無視できない存在となった外国人の意向を受け入れ、中期経営計画の策定や自社株買いの実施などの動きをみせた。一方で、議決権行使を通じて経営への関与を積極的に行うアクティビスト²に対しては、買収防衛策の導入等による対抗手段を用いるなど、行き過ぎた株主主権的な考えには対抗する動きもみられ、外国人からはネガティブな動

² アクティビストとは、市場を通じ取得した一定の株式を裏づけとして、投資先企業の経営陣に積極的に提言等を行い、企業価値の向上を目指す投資家のことで、いわゆる「物言う株主」。

きととらえられた。

国内の投資家においてもこの時期、「企業はだれのものか」との観点からコーポレートガバナンスに関する議論が高まった。2007年、企業年金連合会は「3期連続ROEが8%を下回った企業に対して一定の条件下、取締役再任議案に反対する」とする「ROE 8%基準」を制定した。これには当時、賛否両論があったが、投資家、企業に対しROEの水準が重要であることを認識させた意味では画期的なものであった。しかし、リーマンショックによる世界金融危機後は、デフレの進行や円高により企業業績の回復が遅れる中、外国人投資家の関心は次第に新興国へ移り、2011年のIFRS(国際財務報告基準)の強制適用の延期などガバナンス強化が後退する動きがみられたこともあり、外国人投資家の関心は日本企業からさらに離れていった。

2. アベノミクスの登場

2012年12月、自民党政権が復活し、日本経済の復活に向け企業の国際競争力を高めるため、コーポレートガバナンスを強化する構想がスタートし、2013年6月に「日本再興戦略」が公表された。さらに2014年6月には、回復を持続的な成長軌道につなげることを目的に企業の再生に焦点を定めた「日本再興戦略改訂2014」が公表された。これにより新しい成長戦略として「日本の稼ぐ力を取り戻す」ことを目的にコーポレートガバナンスを強化し、経営者マインドの変革と日本企業のROE向上を目指すことが明確になった。ROEの向上すなわち収益力を上げることは雇用の拡大と企業価値の向上による株主価値向上にもつながることから、企業のあるべき姿としてコーポレートガバナンスの命題に位置づけられたのである。図表5にアベノミクス前後の主要な出来事をまとめた。

図表5：アベノミクス前後の主要な出来事

時期	事象
2007年2月	企業年金連合会が「ROE 8%」基準を導入(2010年11月撤廃)
2007年8月	スティールパートナーズによる買収防衛策差し止めの訴えを棄却
2012年3月	金融庁が「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」を公表
2013年6月	日本再興戦略公表
2013年11月	公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告によりGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)改革議論開始
2014年1月	JPX日経インデックス400の算出開始
2014年2月	日本版スチュワードシップ・コード制定
2014年6月	日本再興戦略改訂2014公表
2014年8月	経済産業省が持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築(伊藤レポート)最終報告を公表
2014年12月	金融庁がコーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方の案を公表
2015年2月(予定)	米国の議決権行使助言会社ISS(インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス)がROE 5%基準を導入
2015年5月(予定)	改正会社法施行(コーポレートガバナンス強化の内容)

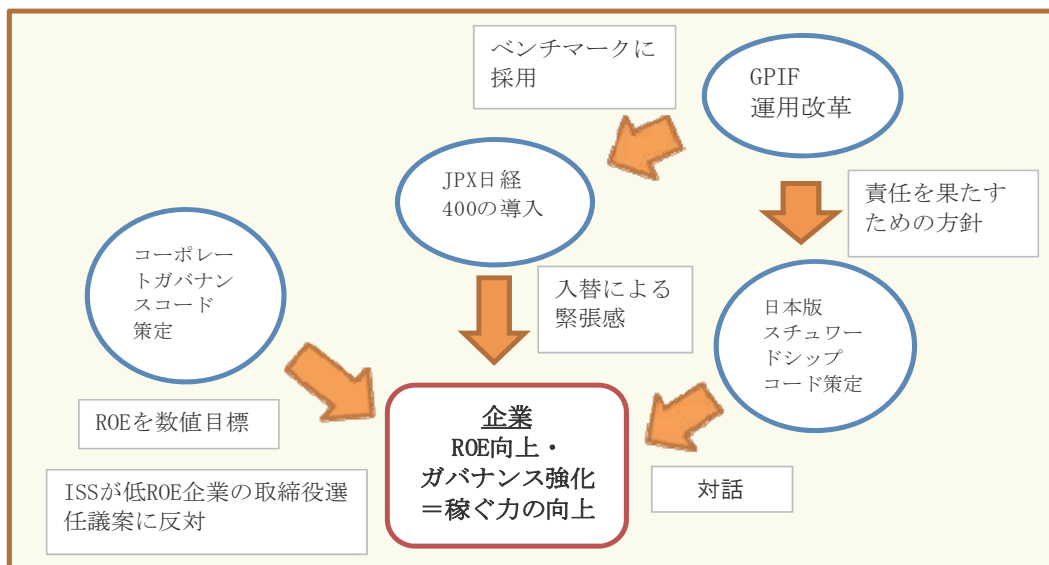
出所：報道等資料より三菱UFJ信託銀行作成

これまでの日本企業の ROE をめぐる議論との大きな違いは、従前は企業に対してのみの働きかけにとどまっていたのに対し、法人税減税などの政策に加え、投資家など市場関係者も巻き込んで企業を後押しする大きな仕組みを伴っている点である。

2014年8月、経済産業省の提唱により一橋大学伊藤邦雄教授を中心にまとめられたいわゆる「伊藤レポート」は、日本の持続的成長の阻害要因として、企業の低収益性が本質的な問題点であると指摘し、その有効な解決策としていくつかの提言を行っている。その中で重要なのが、①企業と投資家の対話による企業価値創造をあるべき姿としたインベストメントチェーン(資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり)の最適化、②資本コストの観点から、日本企業が目指すべき ROE 水準は8%以上、の2点である。特に2点目については、これまで ROE の目指すべき水準に対し明確な数値がなかった所に具体的な数値と根拠が示された事は大きな前進であった。

2014年のスチュワードシップ・コードの導入に続き、2015年は会社法の改正、コーポレートガバナンス・コードの導入が予定されており、コーポレートガバナンス強化による ROE の水準引き上げを後押しする仕組み作りは、これでほぼ完成する。図表6はその仕組みについて全体像をまとめたものである。

図表6：コーポレートガバナンス強化による ROE 向上の構図

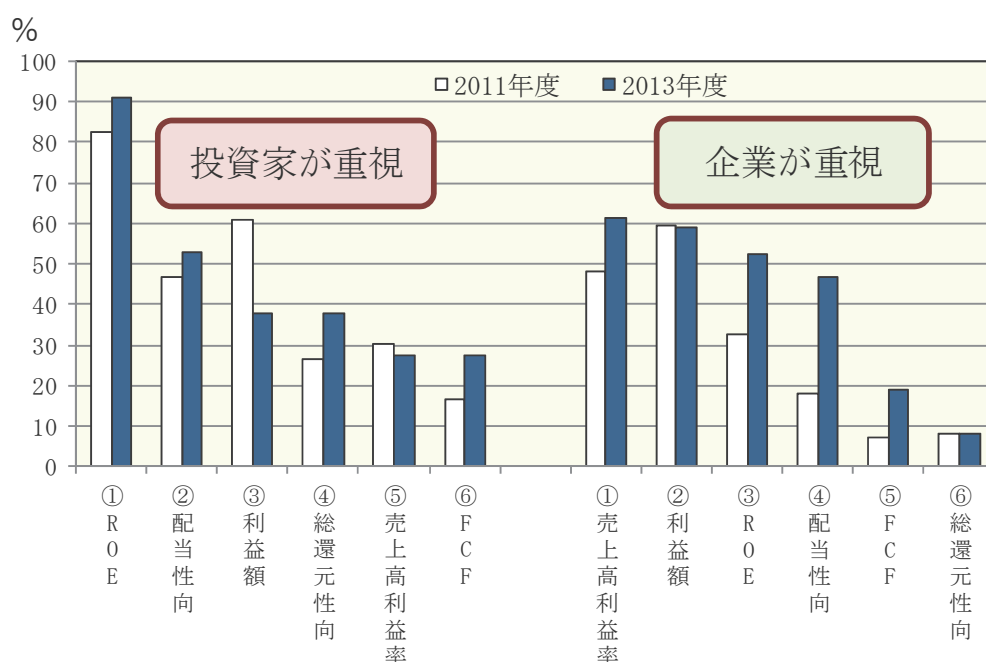


出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

コーポレートガバナンスは、2011年のオリンパス事件後、コンプライアンスの観点から強化が議論されていたが、アベノミクスでは企業の変革を促す手段として位置づけた。足元、この方針が違和感なく受け入れられたのは、ひとつには過去10年にわたるROEやコーポレートガバナンスをめぐる議論があったことが大きい。また、企業サイドもグローバル化が進む中、高い技術力と優秀な人材を有しながらも、海外企業との競争に勝てない現状に対する問題意識を持っていたこともあろう。

図表7は生命保険協会が企業と投資家向けに経営指標として何を重視しているか定期的に実施しているアンケートの2011年と2013年の結果の一部である。企業と投資家のROEに対する意識にはまだギャップはあるが、企業のROE重視の見方には、2年間で大きく改善がみられる。企業が重視する指標の変化をみると、利益額から利益率へのシフトがみられる他、配当性向などの株主還元指標への意識の高まりもみられ、経営者意識の変化が着実に進んでいることが伺える。

図表7：株式価値向上に向け企業が重視することが望ましい経営指標



※3つまでの複数回答可の回答率。アンケート実施期間は2011年11月と2013年11月

出所：生命保険協会アンケートより三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. JPX 日経インデックス 400 について

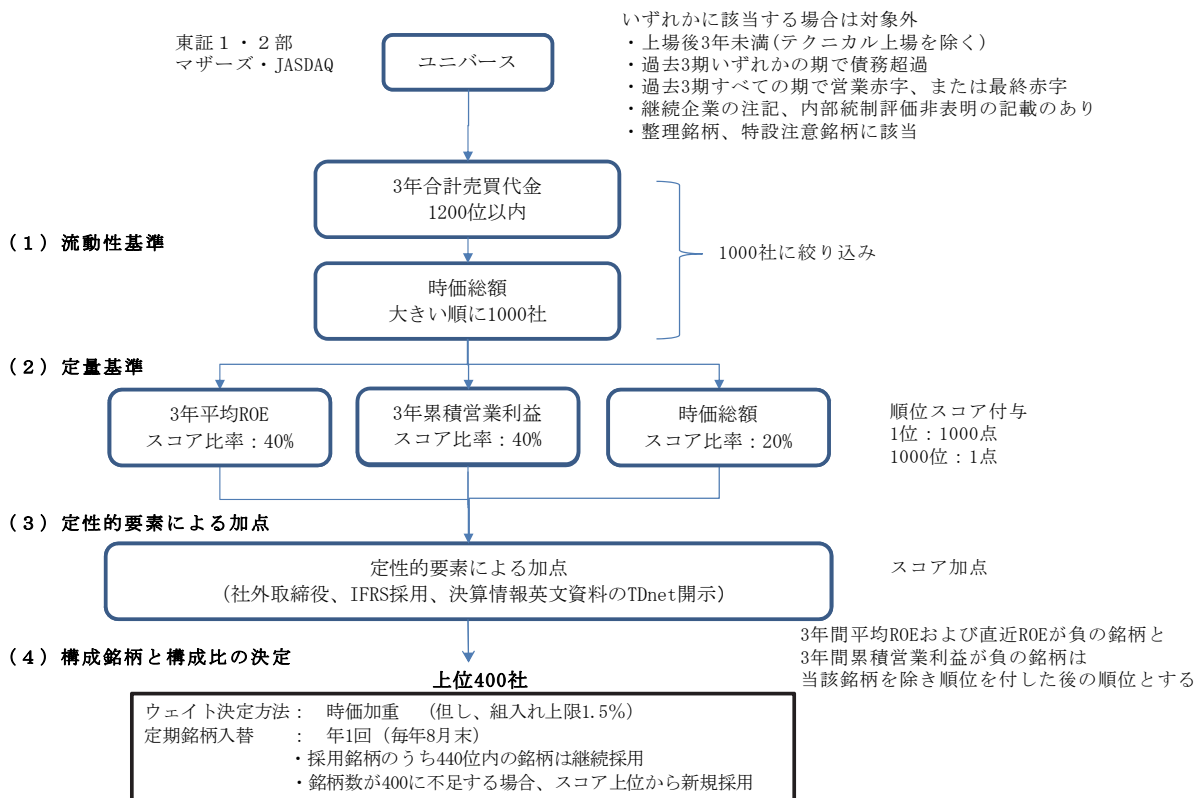
2014年1月から算出がスタートしたJPX日経インデックス400(以下、JPX日経400)は、日本取引所グループ、東京証券取引所および日本経済新聞社が、「日本再興戦略」を受けて共同開発したものである。JPX日経400は、投資家にとって投資魅力の高い企業で構成される新指数としてROEを主要選定基準に採用したことから、企業や投資家のROEへの関心を高めるきっかけのひとつとなった。公的・準公的資金のベンチマークとしても採用が進んでおり、今まさに注目を集めているインデックスといえる。本章では、このJPX日経400の構築方法、残高について概観した上で、パフォーマンスについて考察してみたい。

1. 構築方法の特徴

まず、JPX日経400の構築方法について概観する。TOPIXとJPX日経400との違いは、TOPIXが市場全体を投資対象とするのに対して、JPX日経400はROEなど一定の基準を用

いて銘柄選択を行っていることにある。資本効率やコーポレートガバナンスを選定過程で考慮することにより、投資家にとって魅力の高い銘柄で構成することを目指しているところに特徴がある。具体的な選定フローは、図表8をご覧ください。まずは東証上場の全銘柄のうち、上場後3年未満の銘柄、過去3期いずれかの期で債務超過、過去3期すべての期で営業赤字または最終赤字など、財務の健全性や業績の安定性に欠ける企業を除外するステップがある。このステップを経た上で、(1)流動性基準、(2)定量基準(定量的な指標によるスコアリング)、(3)定性評価による加点、により400銘柄に絞り込む。

図表8：JPX 日経400の銘柄選定フロー



出所：日本取引所グループ「JPX 日経インデックス400 算出要領」より三菱UFJ信託銀行作成

(1) 流動性基準

流動性基準には市場への売買インパクトを抑制する意図があり、この段階で時価総額を考慮することにより、JPX 日経400は大型寄りの特性を持つポートフォリオとなっている。具体的な項目は、①直近3年間の売買代金、②選定基準日時点における時価総額、の2項目であり、上位1,000銘柄を抽出する。

(2) 定量基準

次に、抽出した1,000銘柄を対象に以下の3項目の順位に応じたスコアを付与し、総合スコアを算出する。このプロセスはJPX 日経400がROEを考慮する特徴的なものになっている。財務指標とスコア比率は、①3年平均ROE：40%、②3年累積営業利益：40%、③選定基準日における時価総額：20%である。

(3) 定性的要素による加点

次に、定量指標では測定が困難な定性的な要素を加味する。項目は、①独立した社外取締役の選任(2人以上)、②会計基準としてIFRSを採用もしくは採用を決定、③東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システムを通じた決算情報の英文資料の開示である。ただし、本項目による入替えは最大でも10銘柄程度とし、定量基準を補完する位置づけとしている。

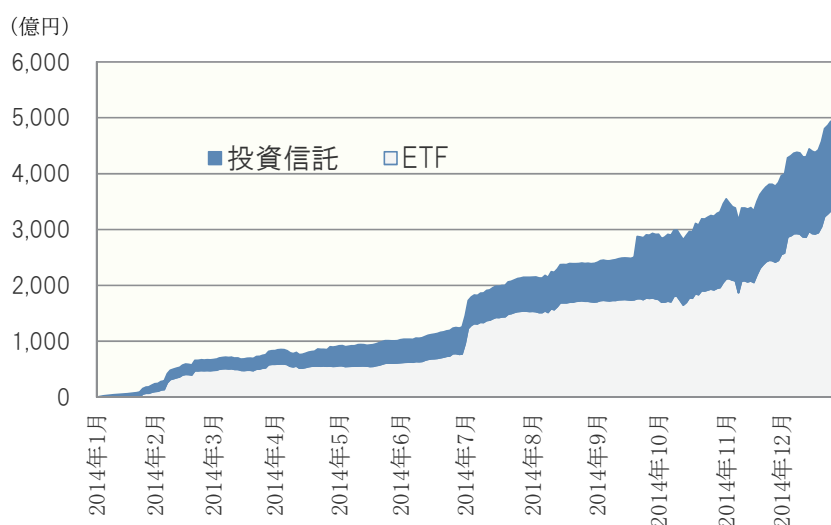
(4) 構成銘柄(400銘柄)と構成比の決定

定性評価による加点後、スコアが高い順に400銘柄を構成銘柄として選定する。ウェイト付けは、浮動株調整後の時価総額加重により行う。時価総額加重を使用するところはTOPIXと同様であるが、JPX日経400は1.5%の個別銘柄の構成比上限(キャップ)が設けられている。キャップを付けることで、時価総額が非常に大きい銘柄の採用・除外時の回転率上昇を抑制することができ、また、特定銘柄の構成比が過度に高まることを回避できる。

2. 残高とパフォーマンスの推移および要因分析

次にJPX日経400の残高とパフォーマンスの推移および要因分析についてみてみたい。図表9は、JPX日経400に連動する投資信託及びETFの純資産総額の推移を示したものである。2014年夏頃から急速に残高が増加しており、2014年12月末時点では投資信託、ETF合わせて30本弱、金額にして約5,000億円程度まで順調に積み上がっている。また、投資信託、ETFに加え、年金資金等も含めると、インデックス発足から1年程度で1兆円を超えたとの試算もある。JPX日経400を原資産とした先物取引が11月25日に開始されたことや、日銀による連動ETFの購入開始などを勘案すると、今後もますますの残高拡大が期待されよう。

図表9：JPX日経400に連動する投資信託及びETF純資産総額の推移



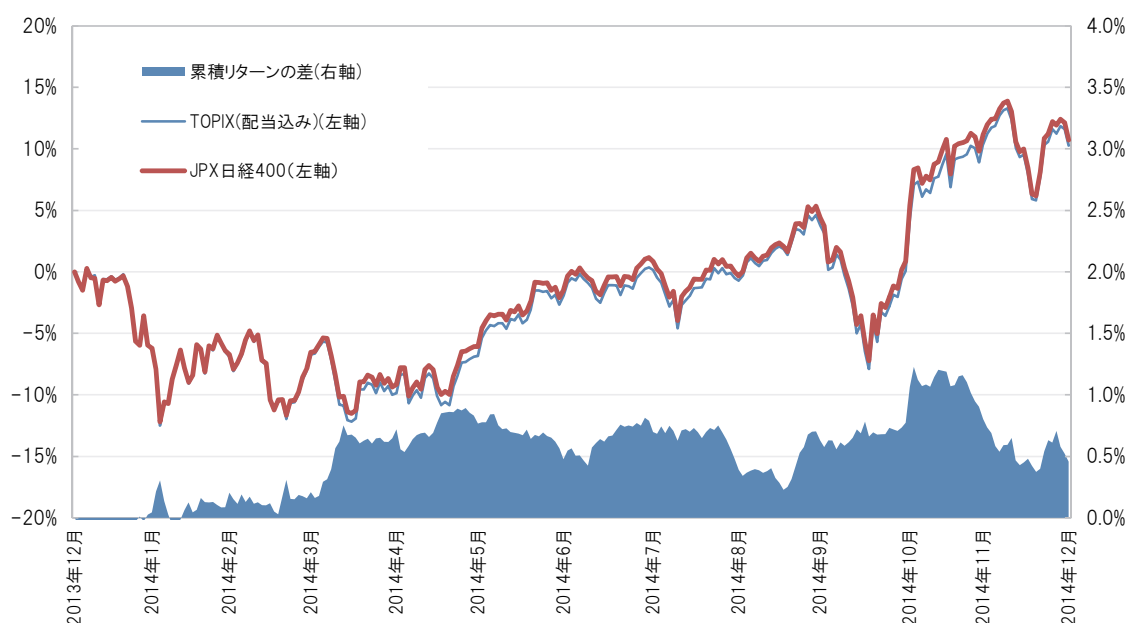
出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

JPX日経400はパフォーマンスについても比較的堅調に推移している。図表10はインデックス発足来からの対TOPIXのリターン推移を示したものである。JPX日経400のリターン

は TOPIX に近い動きをしているが、この間、JPX 日経 400 は比較的安定的に TOPIX を上回ってきたことが分かる。

図表 10: JPX 日経 400 の対 TOPIX パフォーマンスの推移 (2014 年 1 月～12 月)

	2014年 1～3月	2014年 4～6月	2014年 7～9月	2014年 10～12月	年初来	年度通期
①JPX日経400	▲6.5%	5.4%	5.9%	6.1%	10.7%	18.5%
②TOPIX	▲6.7%	5.1%	5.8%	6.3%	10.3%	18.2%
①－②	0.2%	0.3%	0.1%	▲0.2%	0.5%	0.2%

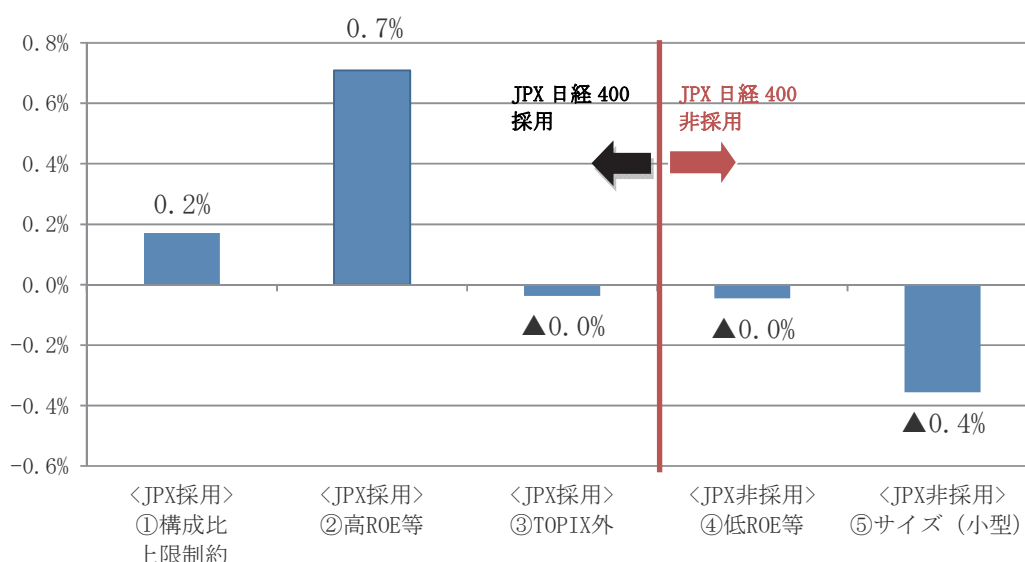


出所：インデックスデータより三菱UFJ信託銀行作成

図表 11 は、TOPIX とのパフォーマンス差を要因分析したものである。JPX 日経 400 採用銘柄と非採用銘柄の個別銘柄の対 TOPIX 寄与度の合計を 5 つに分けて計測した。

乖離要因の主なものとしては、JPX 日経 400 が「①1.5 %の構成比上限(キャップ)が付いていること」、「②高 ROE 銘柄等に選別投資をしていること」、「⑤サイズ特性」、などが挙げられる。昨年は年前半を中心に中小型株が堅調であったことから、⑤の「サイズ特性」はマイナスに影響したが、①の「構成比上限制約の効果」、および②の「高 ROE 銘柄等の組入効果」がプラスに寄与したことが分かる。特に、②の「高 ROE 銘柄等の組入効果」が超過収益に寄与しており、JPX 日経 400 のコンセプトでもある「資本効率性の高い銘柄に投資する」効果が発揮されたものと考えられる。

図表 11：対 TOPIX 超過収益のグループ別寄与度（2014 年 1 月～12 月）



- ① 構成比上限制約：基準時点での構成比が 1.5%を超えているため構成比が抑制されている銘柄
- ② 高 ROE 等：ROE、利益総額等が基準を満たしているため JPX 日経 400 に採用されている銘柄(除く構成比上限制約)
- ③ TOPIX 外：JPX 日経 400 でのみ採用されている銘柄(東証 1 部外銘柄)
- ④ 低 ROE 等：ROE、利益総額等が基準を満たさないため JPX 日経 400 に採用されていないと考えられる銘柄
- ⑤ サイズ(小型)：時価総額が小さいため JPX 日経 400 に採用されていないと考えられる銘柄

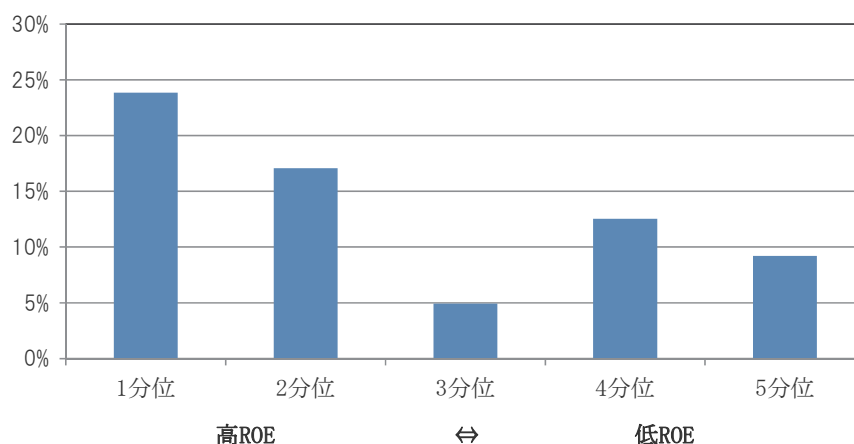
出所：インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成

要因分析では、対 TOPIX で銘柄選択効果があったことがわかったが、JPX 日経 400 が順調に残高を積み上げてきていることを考慮すると、ROE 効果ではなく需給要因による効果が大きいのではという疑問も出てくる。そこで、需給要因のない ROE 効果をみるために、時価総額上位 1,000 銘柄のうち JPX 日経 400 に採用されていない 600 銘柄について分析を試みた。

図表 12 は、JPX 日経 400 の直近入替時のユニバース 1,000 銘柄のうち非採用 600 銘柄について、過去 3 年の平均実績 ROE の水準で 5 分位に分け、分位ごとの平均リターンをみた

ものである。ROE が最も高い1分位のリターンが高く、5分位は相対的に低くなっている。グラフは概ね右肩下がりになっており、3年平均実績 ROE が高い銘柄ほどリターンが高い傾向を示している。つまり、JPX 日経 400 の需給要因以外にも、株式市場では ROE が指標として注目されたことを示唆している。

図表 12：3年平均実績 ROE 分位別パフォーマンス（2014年1～12月）



※3年平均 ROE は、2014年8月および過去2年の実績値を使用。

出所：日経データより三菱UFJ信託銀行作成

本章では、JPX 日経 400 の概要や順調な残高の増加、比較的堅調なパフォーマンスの実績等についてみてきた。スタートしてまだ1年であり、インデックスとしての評価にはもう少し時間が必要であろう。しかし、前述のように企業が経営指標として ROE を見直す機運が高まっており、今後 ROE 重視の経営が軌道に乗れば、投資指標としても有効性が高まっていくことが期待できよう。企業サイドでも JPX 日経 400 に採用されることをステータスと認識し、資本効率を引き上げようとする動きが一部にみられる。当初期待された日本企業の ROE 水準引き上げに対する触媒としての役割は十分果たしているといえよう。JPX 日経 400 をはじめとする ROE を主要な選定基準としたインデックスは、今後も注目を集めていくことが期待される。

IV. ROE の有効性分析

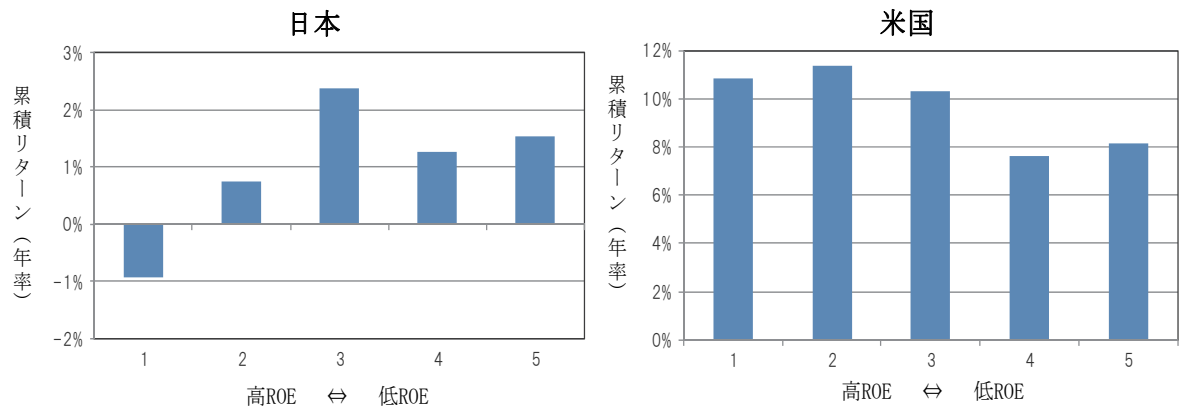
ここまで、ROE 重視の流れの背景や JPX 日経 400 のリターン分析を通じ、投資指標として ROE の有効性が高まる方向にあることについて述べてきたが、この章ではその ROE の有効性についてどのような特徴があるかさらに掘下げてみたい。

1. 日米の ROE 有効性比較

ROE の有効性を分析するにあたってまず、日米の ROE 有効性を比較し、その違いの要因について考察してみたい。図表 13 は、日米の実績 ROE の水準とリターンの関係をみたものである。米国の高 ROE 銘柄のリターンが高いのに対し、日本は高 ROE 銘柄ほどリターンが

低いという逆の結果となっている。高 ROE の実績数値は、既に市場で織り込み済みの情報であり、効果がないのは当然との見方もあるが、それではなぜ米国では効いているのであろうか。日米の違いは、ROE の水準が理由のひとつであることは、既に述べたが、それ以外に考えられることは、高 ROE の継続性の違いである。

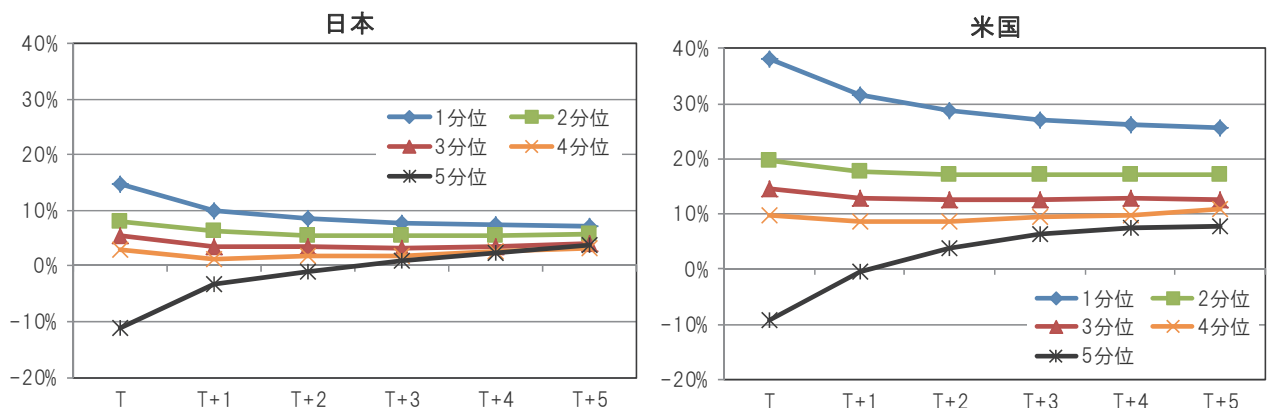
図表 13：実績 ROE の水準による 5 分位とリターン



※日本は東証1部時価総額上位1,000銘柄、米国はMSCI USがユニバース
 分析対象期間は2006年1月～2014年12月。毎月、ROEの水準で5グループに分け、翌1ヵ月のリターンを計測
 出所：日経データ、FACTSETより三菱UFJ信託銀行作成

図表 14 は、ROE の平均回帰性をみたものである。ある年度の ROE 水準で銘柄数が均等になるように 5 分位に分け、その分位の ROE の平均値が 1 年後、2 年後でどう変化していくかをみたものである。これで見ると日米ともに高分位にある ROE の数値は年々低下している。一方、5 年で各分位ともほぼ平均値に収斂する日本に対し、米国は 5 年後でも 1 分位と 5 分位では約 20% の開きがある。また、米国の 1 分位の水準は日本に比べかなり高く、5 年後でも 25% 台の水準を維持している。

図表 14：日米平均回帰性



※日本はMSCI JAPAN、米国はMSCI USがユニバース。分析対象期間は1996年1月～2014年12月
 出所：FACTSETより三菱UFJ信託銀行作成

さらに図表 15 は、高 ROE 分位(1分位、2分位)の水準の変化に着目したものである。米国の1分位の2年間での ROE 低下率が2割程度であるのに対し、日本は倍の4割と日本の方が低下のスピードが速くなっている。つまり、日本企業は米国企業に比べ水準が低い上に高い水準を長く維持できている企業が少ないということを意味している。

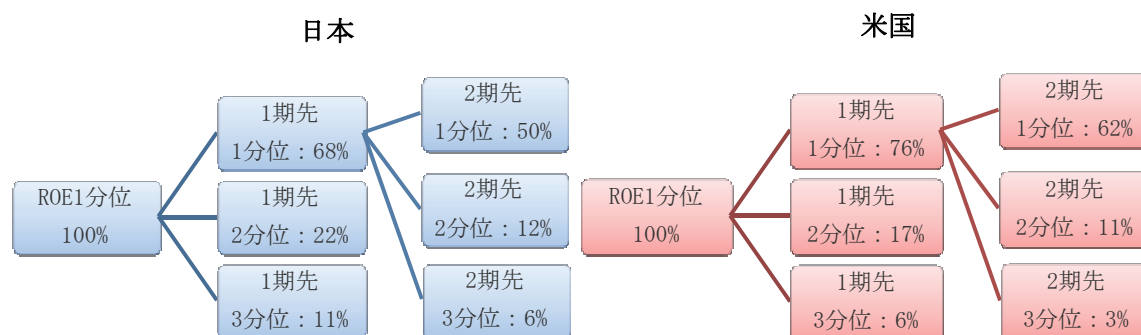
図表 15 : 日米 ROE 1、2分位の低下率

国名	分位	当初	1年後	2年後	低下率	
					1年後	2年後
米国	1分位	38%	32%	29%	▲ 17%	▲ 24%
	2分位	20%	18%	17%	▲ 10%	▲ 13%
日本	1分位	15%	10%	9%	▲ 33%	▲ 41%
	2分位	8%	6%	5%	▲ 21%	▲ 33%

出所：FACTSET より三菱 UFJ 信託銀行作成

日米企業で ROE 水準の維持に差があることがわかったが、次に高 ROE 企業のうちどのくらいの企業がその水準を維持できているかみたものが、図表 16 である。ROE を高い順に3分位に分け、ある時点の ROE 1分位が1年後、2年後どの分位に移動したか見たものである。日本は2年後には約半分の企業が1分位から脱落しているが、米国は約6割が1分位をキープしている。日米の高 ROE 企業は水準で約2倍の開きがあるにもかかわらず、維持できている企業は米国の方が10%程度多いことになる。

図表 16 : 日米 ROE 分位割合の推移



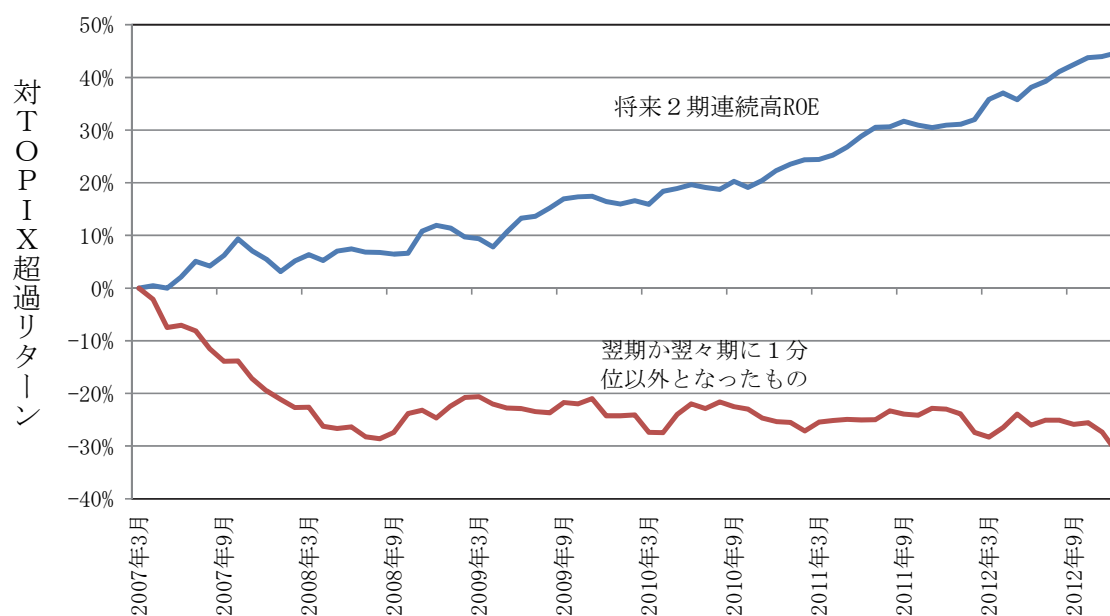
※日本は東証1部時価総額上位1,000銘柄、米国はMSCI USがユニバース
分析対象期間は2006年1月～2014年12月

出所：日経データ、FACTSET より三菱 UFJ 信託銀行作成

高 ROE を維持できる企業が、米国に比べ日本は少ない。しかし、そうであっても日本にも米国同様、高 ROE を維持している企業は存在する。そこで、高 ROE を継続している企業のリターンがどうなっているかみたものが、図表 17 である。図表では、今期の高 ROE 企業のうち、翌期、翌々期の2期連続で高 ROE を継続した企業と翌期もしくは翌々期に1分位から外れた企業のパフォーマンスを比較した。その後も高 ROE を維持できた企業のパーフォー

マンスは安定的に超過リターンを獲得している一方、高 ROE を維持できなかった企業は、マイナスリターンで推移しており、対照的な結果となった。つまり、高 ROE の維持が高パフォーマンスの鍵を握っていることになる。したがって、将来にわたり高 ROE が継続する企業を選択できれば、高 ROE 投資でも、市場をアウトパフォームすることが可能であるといえよう。

図表 17：高 ROE の継続性の違いによる累積リターンの推移



※データ期間は 2007 年 3 月末～2012 年 10 月末

東証 1 部、時価総額上位 1,000 銘柄が対象。高 ROE の定義は ROE 上位 3 分の 1 のうち、最も高い 1 分位

出所：日経データより三菱 UFJ 信託銀行作成

2. ROE の有効性分析

ROE 投資で高いリターンを確保するには、その継続性が重要であることがわかった。すなわち高 ROE を持続する企業が事前に特定できれば、相対的に高いリターンが期待できることになる。そこで 3 期連続で高 ROE を継続する企業とそうでない企業の財務面からみた違いを焙りだすため財務データを用いて比較を行った。財務指標は、高 ROE を継続する企業の条件と考えられる 4 つの指標をピックアップした。すなわち、①企業の総合的な収益力である ROA (総資産経常利益率)、②事業の安定性を示す利益変動性 (営業利益成長率の過去 5 年標準偏差)、③財務健全性を示す自己資本比率、④資産の効率性を示す総資産回転率である。

図表 18 は、2007 年 4 月～2012 年 10 月を分析期間とし、今期の高 ROE 企業のうち、翌期、翌々期の 2 期連続で高 ROE を継続した企業と翌期もしくは翌々期に 1 分位から外れた企業の 4 つの財務指標の平均値を比較したものである。②の利益変動性を除き、各指標とも 3 期連続高 ROE の方が高い数値になっている。②は変動性を表しているため数値が低い方が高

ROE を継続しやすいという結果は納得できる。③の自己資本比率は、財務レバレッジの逆数であり、計算上は財務レバレッジを高めると ROE も高くなるが、実際はレバレッジを低下、つまり自己資本比率を高めた方が高 ROE の継続に寄与している。これは一時的な高レバレッジによる ROE の上昇では、その後の景気変動などで高 ROE を維持できなくなることを示唆している。①と④は高い方が高 ROE 企業として優れていることはいうまでもないだろう。

図表 18 : ROE の有効性を高める指標

	収益性	安定性	健全性	効率性
	①ROA	②利益成長 変動性	③自己資本 比率	④総資産 回転率
将来 2 期連続高ROE	12%	39%	46%	137%
翌期、翌々期に 1 分 位以外となったもの	8%	47%	44%	120%

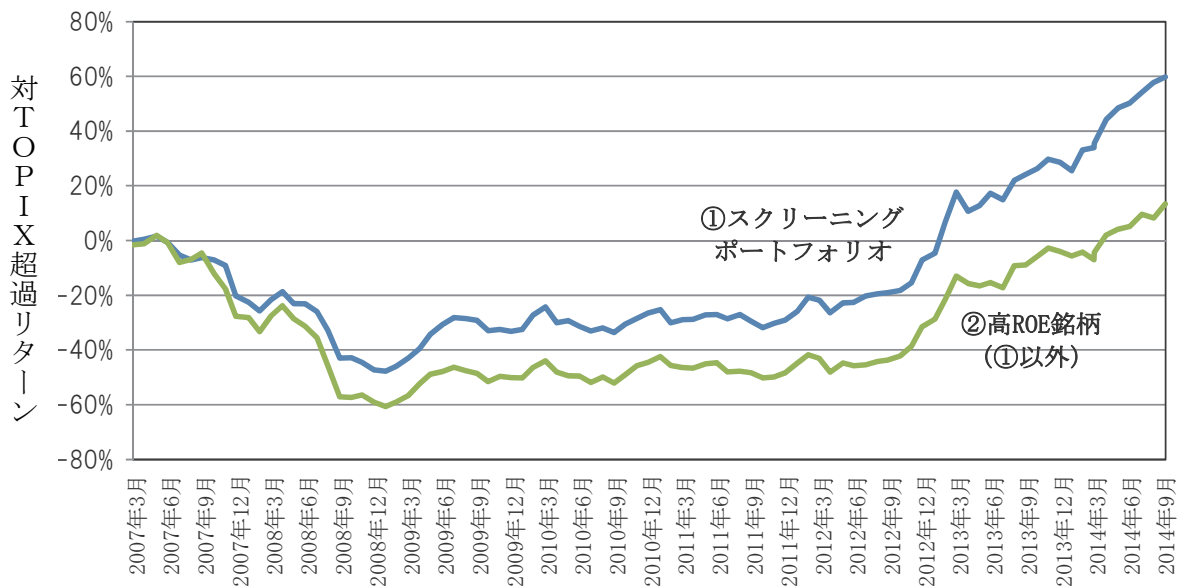
※データ期間は 2007 年 4 月～2012 年 10 月。対象は東証 1 部時価総額上位 1,000 銘柄
 将来 2 期連続高 ROE・・・ROE の上位 3 分の 1 の中で、翌期と翌々期ともに ROE 上位 3 分の 1 の銘柄
 ROA・・・総資産経常利益率
 利益成長変動性・・・営業利益率の過去 5 年標準偏差
 自己資本比率・・・直近自己資本/直近総資産
 総資産回転率・・・売上高/総資産

出所：日経データより三菱 UFJ 信託銀行作成

次に、上記の指標を用いて、高 ROE と組み合わせることで、相対的に高いリターンを獲得できるかを検証してみたい。具体的には、高 ROE 銘柄群の中から、前述の4つの指標のそれぞれ上位 50% でスクリーニングを行い、残った銘柄で等金額ポートフォリオを月次で作成し、そのポートフォリオを毎月リバランスしてパフォーマンスを計測する。ちなみにできあがったスクリーニングポートフォリオの銘柄数は、平均すると 40 銘柄程度であった。

図表 19 は、スクリーニングポートフォリオ(①)と高 ROE から①の銘柄を除外したポートフォリオ(②)の対 TOPIX の累積超過リターンである。①のスクリーニングポートフォリオは 2008 年のリーマンショック以降、安定的に超過リターンを獲得している。リーマンショック以前は、いわゆるバリュー相場で高 ROE が効き難い局面であったので、それを反映した結果となったと思われる。

図表 19 : スクリーニングポートフォリオのリターンの推移



※データ期間は 2007 年 3 月末～2014 年 10 月末
 毎月末に、対象ユニバースにおいて高 ROE 上位 3 分の 1 の中から、4 つの各指標の下位 50% を除外し、残った銘柄で、等金額加重ポートフォリオを作成。毎月リバランスで運用したパフォーマンス推移
 出所：日経データより三菱 UFJ 信託銀行作成

単純に高 ROE 銘柄に投資するだけでは、TOPIX を超過するリターンを獲得できなかったが、高 ROE が継続する条件に着目することで、超過リターンを期待できることがわかった。その条件は、総資産に対する高い収益性、収益の安定性、財務の健全性、資産の効率性などであり、高 ROE の継続を実現している企業には、これらの共通点があると考えられる。

V. 終わりに

アベノミクス以降、矢継ぎ早に打たれた政策により、急速に注目度が高まった ROE であるが、これまで述べてきたように、バブル崩壊以降、繰り返された ROE を巡る議論により、資本効率重視のスタンスが根付くための土壌は、既に十分整備されていた。その意味では JPX 日経 400 の登場も含め、ようやく来るべきものが来たというのが筆者の実感である。市場が日本企業の ROE 向上期待を織り込み、上昇したのは、その証左ではないだろうか。今後、企業は市場の期待に応えるため、投資家との対話を通じ、その具体策を実行していくことになる。一方、投資家には資本効率を高める企業に対し、中期的な視点から評価をしていく責務がある。その過程で ROE を高めることは市場での評価を上げる事、すなわち株価上昇とほぼ同意であることへの一層の理解が進むのではないだろうか。

ROE 投資のポイントは、将来にわたり高い ROE 水準を維持できる企業をいかに探すかにある。今後、ROE に対する企業と投資家のギャップが埋まり、高い ROE を継続する企業が増えれば投資指標としての有効性がさらに高まることも期待できよう。日本企業が株式市場の期待に応えることにより、ROE 最貧国の汚名から脱却することと共に、ROE を投資指標とした投資が一層活発になることに期待したい。

(平成 27 年 2 月 17 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・金融庁〔2013年11月〕「公的・準公的資金運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告」
- ・経済産業省〔2014年8月〕「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』」
- ・内閣〔2013年6月〕「日本再興戦略」、〔2014年6月〕『「日本再興戦略」改訂2014』
- ・生命保険協会〔2011年度、2013年度〕『株式価値向上に向けた取り組みについて』のアンケート調査
- ・証券アナリストジャーナル『論文 JPX日経インデックス400のパフォーマンス特性について』VOL. 52 NO. 10
- ・中神康議ほか「山を動かす」研究会編『ROE最貧国日本を変える』日本経済新聞出版社
- ・広木隆 『勝てるROE』 日本経済新聞出版社

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211 (代表)