

# 基礎研 レポート

## 新しい ROE 投資の可能性

ROE とは何か、本質を理解して活用する

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾  
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

近年、自己資本利益率（ROE）に対する注目度が高まっている。きっかけとなったのは、昨年3月、130兆円以上を保有する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、構成銘柄の選定基準に ROE を用いた株価指数（JPX 日経インデックス 400）を運用指標として導入したことが挙げられる。また、昨年8月に経済産業省が発表した伊藤レポートでも、『ROE を現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的に ROE 向上を目指す「日本型 ROE 経営」が必要。』とされる。

ROE は企業の最終的な儲けを示す純利益を自己資本で割って算出するので、どれだけ効率的に稼いだかを示す。このため株式投資の指標としても利用され、特に海外投資家が最も重視する指標のひとつとされる。ところが、単純に ROE の高い銘柄に投資してもうまくいかないことが知られている。本稿では、単純な ROE 投資が奏功しない理由や ROE の本質的な意味を述べたうえで、ROE 投資の新たな可能性として、企業のビジネスリスクを考慮した上で ROE を株式投資に用いる方法を考察する。

### 2—ROE 投資の難しさ

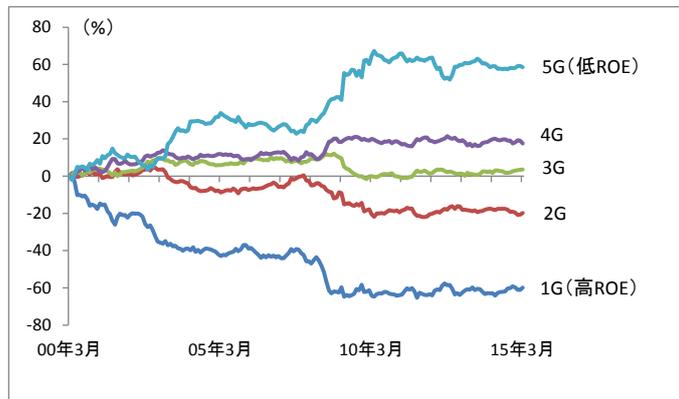
#### 1 | 単純な ROE 投資は報われない

ROE を株式投資に利用する場合、単純に ROE の高い銘柄を買っても高い収益を得られるとは限らない。図1は東証1部に上場する時価総額上位500銘柄を毎年4月初めに予想 ROE の大きさと並べたうえで、銘柄数の等しい5つのグループに分けて等金額で投資し、翌年3月末まで保有した場合のリターン（配当込み収益率）を示している（全体平均に対する超過リターンの累計値）。

分析期間の前半にあたる2009年頃まで、予想 ROE が最も高い銘柄グループ（1G）のグラフが最も右に下がっている。つまり、予想 ROE が最も高い銘柄群は平均リターンが最も低かったことを意味する。また、2010年以降はグラフが5本ともほぼ横ばいとなっていることから、リーマンショック以降は予想 ROE とリターンの関係性が乏しかったといえる。このように高 ROE 銘柄に投資しても報われないことはよく知られた事実だ。なお、ここでは予想 ROE を用いたが、直近の実績 ROE が高い銘柄に

単純に投資すると更に悪い結果になる。

【図1】単純にROEの高い銘柄に投資してもうまくいかない



(注) 毎年4月初めに TOPIX500 銘柄を予想 ROE で銘柄数の等しい5つのグループに分けて等金額で投資し、翌年3月末まで保有した場合の配当込み収益率（全体平均に対する超過収益率）の累計値

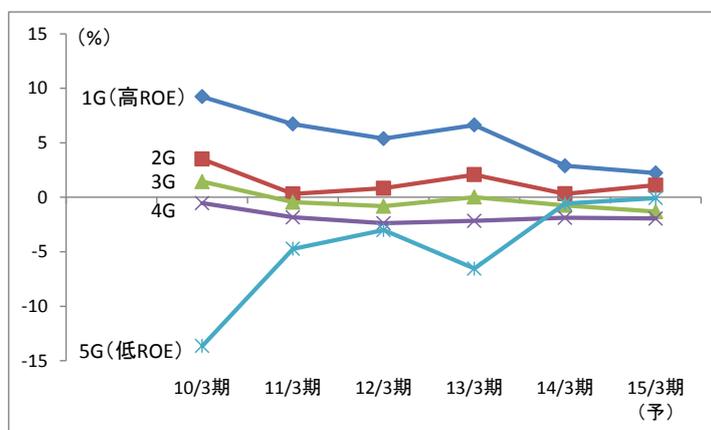
(資料) 日経 NEEDS、IFIS より筆者作成

## 2 | ROE の平均回帰性

単純に ROE の高い銘柄に投資しても成功しない主な理由としては、①資本効率の良さを既に株価が織り込んでいること、②日本の株式市場では ROE が高い銘柄よりも PBR（株価純資産倍率）や PER（株価収益率）が低いバリューストック銘柄が好まれてきたこと、③日本に限らず ROE の高い企業がそれを維持するのは困難なことが指摘される。

ここでは③について詳しく述べる。高 ROE 企業の ROE は時間とともに低下しやすく、ROE が低い企業の ROE は改善する傾向にある。これを ROE の平均回帰性と呼ぶ。図2は東証1部に上場する主要な3月決算企業（約400社）を2010年3月期の実績 ROE を基準にグループ分けしたうえで、各グループに属する起業の翌年以降の ROE の平均値を追跡調査したものだ。10年3月期の ROE が最も高かったグループ（1G）はその後の ROE が低下し、反対に5Gは ROE が上昇する傾向にある。そして、5年後にあたる15年3月期には5つのグループがほぼ収斂しており、はっきりと平均回帰性がみられる。

【図2】高 ROE を保つのは難しい



(注) TOPIX500 を構成する銘柄のうち3月決算企業(約400社)を2010年3月期の実績ROEを基準として銘柄数の等しい5つのグループに分け、各グループについて翌年以降の平均ROEを追跡調査したもの(各期の全体平均との差を表示)

(資料) 日経NEEDS、IFIS、QUICKより筆者作成

こうした現象が起きるのは、投下資本に対して効率よく儲かるビジネスには新規参入が増えて利益率が下がるのに対して、儲からないビジネスは撤退が相次ぐので踏みとどまった企業の利益率が高まるためとされる。また、ROEが高い企業が利益の一部を自己資本に繰り入れると、翌年の利益額が減らなくてもROEが下がる構造的な要因も関係しているだろう。これらの結果、ある時点でROEが高い企業と低い企業のその後のROEは、時間が経つにつれて平均的な水準に収斂していく。

### 3—新しいROE投資の可能性

#### 1 | 高リターン銘柄はROEが大きく改善

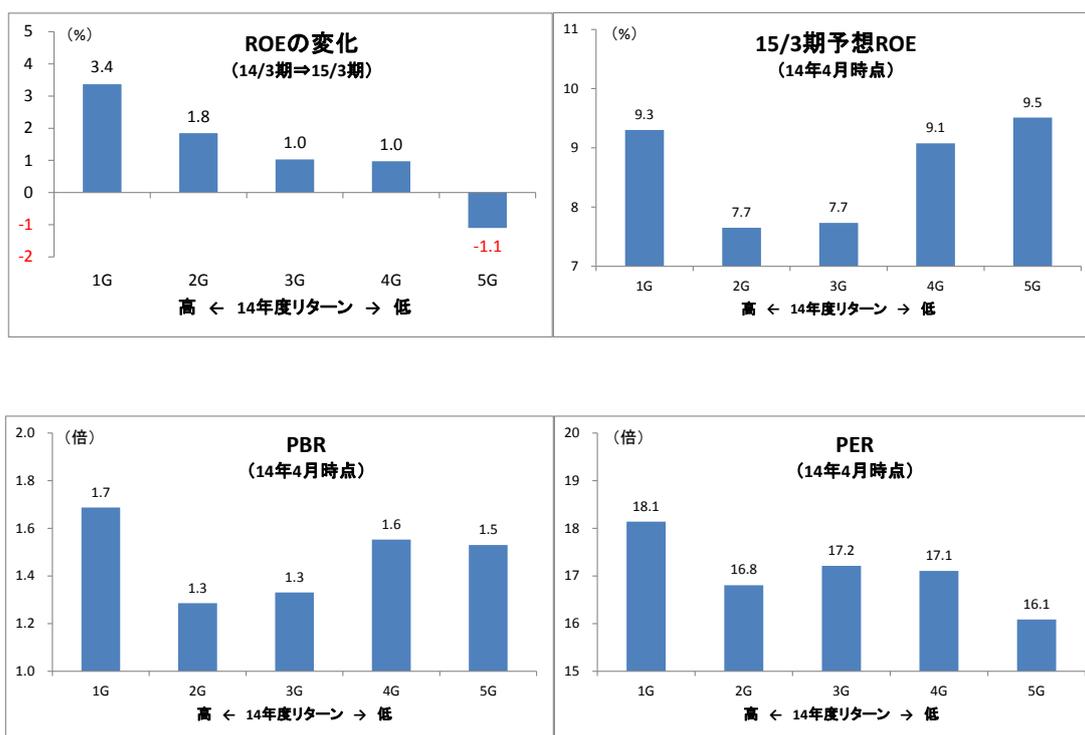
ROEを株式投資に活用する方法を検討するために、直近1年のリターン別に銘柄の特徴を見てみよう。図3は東証1部に上場する主要な3月決算企業(約400社)を、14年度(14年4月~15年2月)のリターンが大きい順に約80銘柄ずつ5つのグループに分けたうえで、各グループのROEの変化(15年3月期予想-14年3月期実績)、予想ROE(14年4月時点)、PBR(同)、予想PER(同)の平均値を示したものだ。

まず、ROEの変化をみると、リターンが高いグループほどROEが大きく改善したことがわかる。最もリターンが高い1GはROEの改善幅が平均3.4%と最大であった一方、最もリターンが低い5Gでは平均-1.1%と最も悪化した。

一方、投資時点(14年4月時点)で明らかとなっていた15年3月期の予想ROEは、1G・4G・5Gが9%強でほぼ同水準、リターンが中程度の2G・3Gはいずれも7.7%であった。前章で述べたとおり予想ROEの水準とその後のリターンの関連性がみられない。重要なのは、投資時点で単純に予想ROEが高い銘柄に投資していたら、リターンが最も低い5Gの銘柄を掴んでいた可能性があることだ。

また、株価の割高割安を判定する伝統的な投資指標であるPBRやPERをみてみよう。いずれも値が大きいほど割高とされる指標だが、投資時点ではどちらの指標とも1Gが最も高かった。つまり、14年度のリターンが最も高かった銘柄群は、PBRやPERの観点からは最も割高に“見えていた”ことになる。更にPERについては、最もリターンの低かった5Gが最も割安に“見えていた”。しかし、実際のリターンは正反対の結果となった。たとえPBRやPERの表面上の値が大きくても、ROE(業績)が大きく改善するのであれば“実質的には割安だった”ということだろう。

【図3】リターンが高い銘柄はROEの改善幅が最大だった



(注) TOPIX500 を構成する銘柄のうち3月決算企業 (約 400 社) を 2014 年 4 月～2015 年 2 月のリターンを基準として銘柄数の等しい5つのグループに分けた、各グループのROEの変化などの平均値

(資料) 日経 NEEDS、IFIS、QUICK より筆者作成

## 2 | 最低限に必要な ROE (=資本コスト) という概念

ところで、冒頭で触れた伊藤レポートでは、『「資本コスト」を上回る企業が価値創造企業であり、その水準は個々に異なるが、グローバルな投資家との対話では、8%を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指すべき。』とされている。つまり、個々企業に投資家が求める利回り (資本コスト) に見合う ROE を達成することが最低限必要で、より高い ROE を実現した企業が価値創造企業というわけだ。そして、必達水準のひとつの目安を 8%としている。

伊藤レポートの主旨は次のように考えると理解しやすい。図4は過去10年間の毎月末時点における日経平均ベースの予想 ROE (横軸) と PBR (縦軸) をプロットしたものだ。PBR を計算する分母の自己資本は変動が小さいので、縦軸は株価とほぼ同じとみなして差し支えない。グラフから、ROE が 8%以上の領域では ROE が上がるとそれに伴って株価も上昇し、PBR が高くなる様子が見られる。しかし、8%以下の領域では ROE が低下しても PBR が 1 倍程度で横ばいとなっている (株価の下方硬直性がある)。

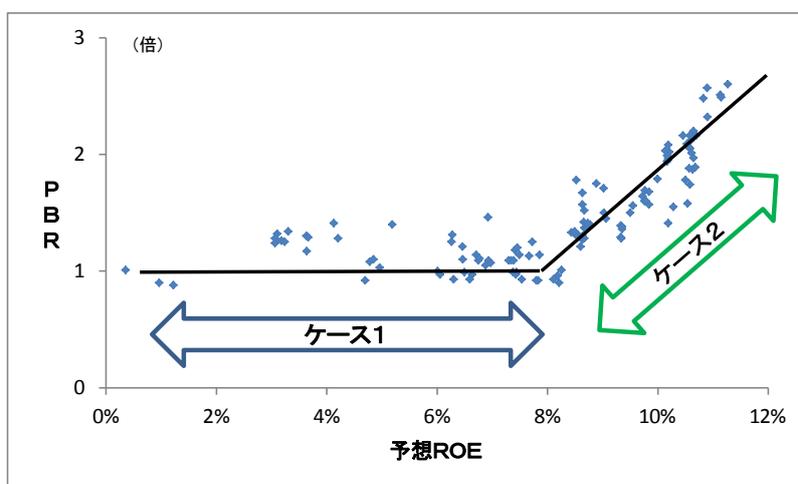
屈曲点の 8%が日本企業の平均的な資本コストに相当する ROE の水準であり、たとえ ROE が改善しても 8%を下回るなら株価は上昇しない、即ち株式市場は評価してくれない (ケース 1)。しかし、資本コストを超えて ROE が改善すれば株価は上昇する (ケース 2)。

ROE が資本コストに満たない企業、つまり稼ぐ力が最低限の要求水準に満たない企業は成長が期待

できないので、自己資本と同等の株価にしか評価されない（本来はPBRが1倍を下回る株価水準まで売られるのが当然だが、日本の株式市場では“PBR 1倍割れ＝割安”として株価が下支えされやすい）。一方、伊藤レポートが指摘するように、ROEが資本コストを上回る“価値創造企業”は成長が見込まれるため株価が高くなりやすい。

このことは投資指標としてROEを活用する観点でも重要な示唆を与えている。前述のとおり、リターンが高い銘柄は平均的にROEの改善度も大きかった。しかし、単純にROEが改善しそうな銘柄に投資しても、それが図4のケース1に該当する場合は株価がさほど上昇しないかもしれない。ROE改善が期待され、かつケース2に該当する銘柄に投資したほうが効率よくリターンを得られる可能性がある。つまり、将来のROEが資本コストを上回るかどうか判断基準となる。

【図4】 ROEが8%を超えると日経平均も値上がりする傾向



(注) 日経平均ベースの予想ROEとPBR（2005年1月～2015年3月の毎月末）

(資料) 日経NEEDS、QUICKより筆者作成

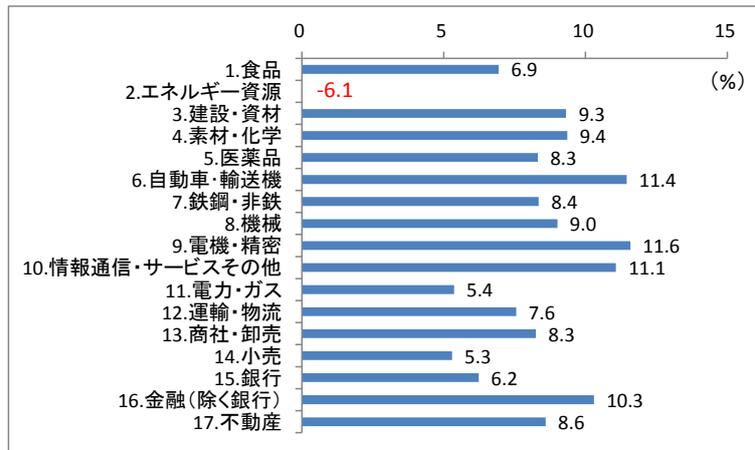
### 3 | ビジネス・リスクの大きさを考慮する必要性

最低限に必要なROEが資本コストを意味するのであれば、その水準は個々企業によって異なるはずだ。例えば、同じ自動車メーカーであるトヨタ、ホンダ、日産を考えてみても、高級車・大衆車・スポーツ車・トラック等どの分野に強みを持っているか、主要な販売市場は日本国内、北米や欧州の先進国、中国やアフリカなど新興国のいずれか、国内外の生産拠点がどのように構築されているかなどによって、ビジネス・リスクが異なる。厳密にはこうした個別事情を勘案するのが理想かもしれないが、データの捕捉するのは非常に困難なため、ここでは業種別に考察する。

東証17業種別の平均ROE（15年3月期予想）を見ると（図5）、業種によってROEの水準が異なることが分かる。6.自動車・輸送機（11.4%）、9.電機・精密（11.6%）、10.情報通信・サービスその他（11.1%）など平均ROEが2桁の業種もあれば、11.電力・ガス（5.4%）、14.小売（5.3%）、15.銀行（6.2%）などはROEが低い業種の代表例だ。足下の業況といった一時的な要素も反映しているが、景気循環等の影響を受けやすい業種はROEが高い反面、業績が安定しやすい低リスクの業種はROEも低

い傾向にある。

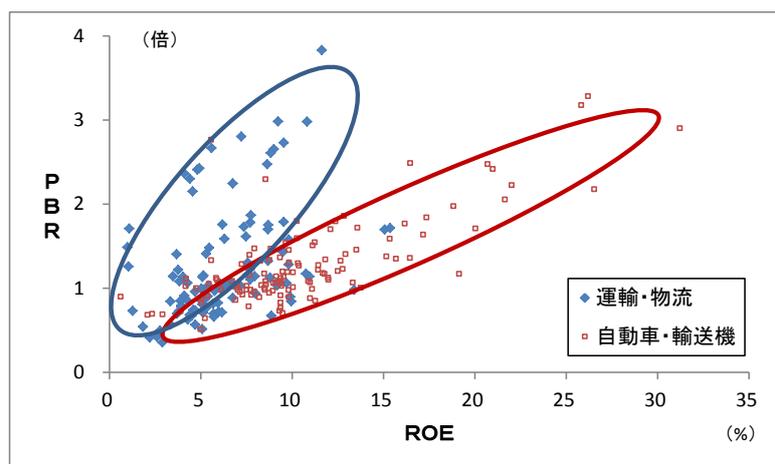
【図5】 ROEの平均値は業種によって異なる



(資料) 日経 NEEDS、IFIS より筆者作成

このようにリスクの高いビジネスには投資家が高いROEを求める「リスク・リターンの関係」が存在するという事は、図4に日経平均ベースで示したROEとPBRの関係が業種によって異なる可能性が示唆される(厳密には個々企業によって異なるだろう)。一例として、運輸・物流セクターと自動車・輸送機セクターの銘柄をプロットすると(図6)、運輸・物流セクターではROEが5~6%以上になるとPBRが1倍よりも高くなる様子がみられるが、自動車・輸送機セクターではPBRが1倍よりも株価が高くなるには12~13%のROEを必要とするようだ。業績の不安定性(ビジネス・リスク)が相対的に小さい運輸・物流セクターと比べて、景気や為替レートの変動に業績が左右されやすい自動車・輸送機セクターには投資家がより高い収益力を求めるのであろう。

【図6】 ビジネス・リスクが大きいと高水準のROEを求められる



(注) TOPIX500 構成銘柄のうち「運輸・物流」「自動車・輸送機」に属する3月決算企業について、2010年~2014年の毎年7月初め時点の予想ROEとPBRをプロット

(資料) 日経 NEEDS、QUICK より筆者作成

業種による必要 ROE の違いを考慮して 14 年度のリターン検証を試みよう。銘柄ごとにケース 1 とケース 2 どちらに該当するか区別したうえで、ROE の変化（14 年 3 月期⇒15 年 3 月期）と 14 年度リターン（各業種の平均リターンに対する超過リターン）をプロットすると、概ね想定どおりの結果を得た（図 7）。

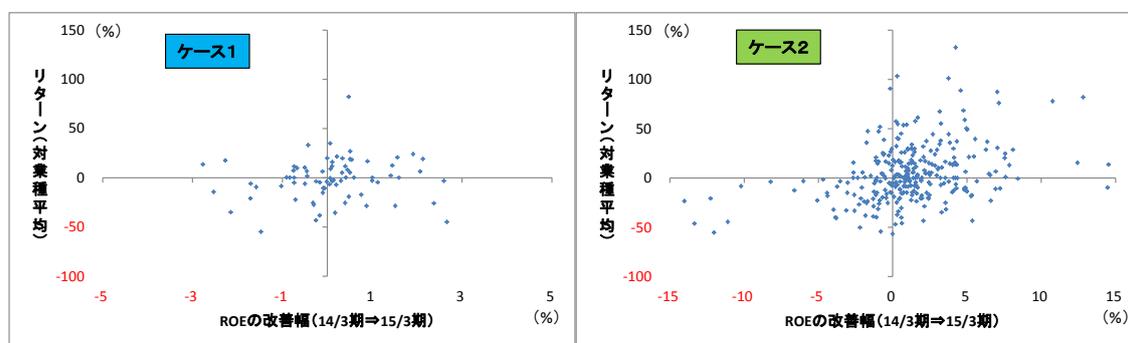
ケース 1：14 年 3 月期、15 年 3 月期とも ROE が業種平均未満

ケース 2：14 年 3 月期、15 年 3 月期の少なくとも一方の ROE が業種平均以上

ケース 1 では、14 年 3 月期から 15 年 3 月期にかけて ROE が改善しても業種平均と比べてリターンが高かった様子はみられず、むしろ対業種平均でマイナスの銘柄も少なくない。同様に ROE が悪化しても業種平均並みのリターンであった銘柄が多い。一方、ケース 2 ではプロットが概ね右上がりとなっており、ROE の改善幅が大きい銘柄ほど同業他社よりもリターンが高い傾向がある。反対に ROE が悪化した銘柄はリターンが低い。

以上のように、ケース 1 では ROE の変化とリターンに関連性がほとんど無く、ケース 2 のみ関連性が見られた。ここでは業種内の平均 ROE を基準にケース 1・2 どちらに該当するか判定しているのので、この結果から「たとえ ROE が改善しても業種平均に満たなければ株式市場は評価してくれない。ROE 改善に加えて業種平均を上回る収益性を備えれば株価も上昇する」ことが示唆される。

【図 7】 ビジネス・リスクを考慮すると ROE 変化とリターンの関係性が向上



(注) TOPIX500 構成銘柄のうち 3 月決算企業（約 400 社）を、14 年 3 月期と 15 年 3 月期の ROE でケース 1 またはケース 2 に区別した上で、横軸に ROE の変化、縦軸に 14 年 4 月～15 年 2 月のリターン（業種平均に対する超過リターン）をプロットした。

(資料) 日経 NEEDS、IFIS、QUICK より筆者作成

#### 4—まとめ

本稿では、近年注目が高まっている ROE を株式投資に活用する新たな方法を検討した。はじめに、単純な高 ROE 銘柄投資は報われない可能性が高いこと、その背景に ROE の平均回帰性などの理由があることを述べた。次に 2014 年度のリターンが高い銘柄は ROE の改善幅が最も大きいことや、伝統的投資指標である PBR や PER からは決して割安に見えなかったことを説明した。

そして、企業は投資家が求める利回り（資本コスト）に見合う ROE を達成することが最低限必要で、その水準は各社のビジネス・リスクの大きさによって異なること（一律に 8% ではないこと）、ROE が改善しても資本コストを上回らなければ株価上昇にはつながりにくいという考え方を整理した。最後に、業種平均の ROE を基準として 14 年度の ROE 改善幅と株式リターンとの関係を検証したところ、ROE が改善し尚且つ業種平均 ROE を上回った銘柄のリターンが高い傾向が見られた。

輸出企業を中心とした業績改善や、株主還元の強化（自社株買い）で日本企業の ROE が改善傾向にある。欧米では従来から当たり前のよう重視されてきた ROE が、日本でも市民権を得たといっていだらう。そして、今後も投資指標として ROE が活用される場面が増えると思われる。しかし、一筋縄にいかないのも ROE 投資の大きな特徴である。やや本論から外れるが、稼いだ利益を還元する自社株買いと内部留保を吐き出す自社株買いでは、数字上の ROE が高まる点は同じでも意味合いが大きく異なるはずだ。ROE が意味するものは何か、本質をよく理解して活用する姿勢が重要だろう。なお、本稿では 14 年度のリターンのみ検証したが、より長期での検証は今後の課題としたい。

以上