

## (年金運用)：新しいROE投資の可能性

自己資本利益率（ROE）が注目されている。ROEは企業がどれだけ効率よく稼いだかを示す指標なので、企業経営はもとより株式投資にも活用する動きが広がっている。そもそもROEとは何か、その本質的な意味を考察し、ROE投資の新たな可能性を実証的に探る。

自己資本利益率（ROE）を目標に掲げる企業や重視する投資家が増えている。きっかけは年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が銘柄選定基準にROEを用いた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ほか、昨年8月に経済産業省が発表した伊藤レポートでも『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。

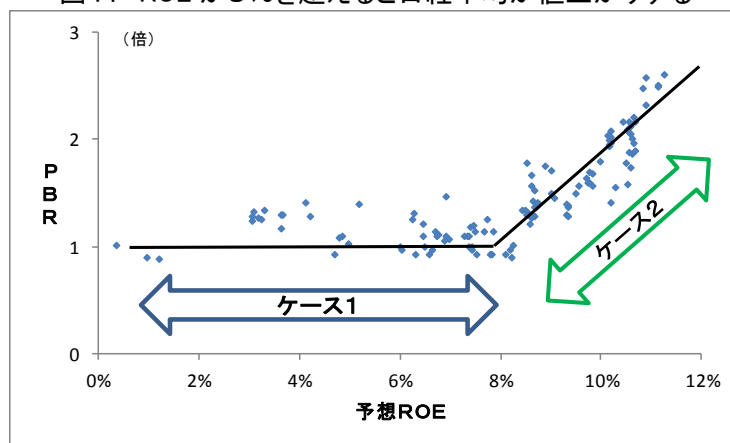
ROEは企業がいかに効率的に稼いだかを示すため株式投資での利用も広がっている。ここでROEと株価の関係を見てみよう。図1は日経平均ベースの予想ROE（横軸）とPBR（株価純資産倍率、縦軸）をプロットしたものだ。PBRは株価÷自己資本で求めるが、分母の自己資本はあまり時間変化しないので、縦軸方向の変化はほぼ株価の変動によるものとみなせる。

グラフからROEが8%以上の領域ではROEが上がると日経平均も上昇する様子が見られる。しかし、8%以下ではROEが低下しても日経平均が下がらず、PBRは1倍程度で横ばいとなっている。こうした関係が観察される理由としては次のような考え方が定説だ。

まず、屈曲点の8%は投資家が求める日経平均ベースの利回りである。このため、たとえROEが改善しても8%を下回る場合は投資家の要求水準を満たさないため株価は上昇しない、即ち株式市場はプラスに評価してくれない。この場合の株価は解散価値で測られることが多くPBRが1倍程度となる（ケース1）。

一方、8%を超えてROEが改善すれば、投資家が期待する以上の付加価値を創造しているとみなされるため、収益力（ROEの高さ）に応じて株価が上昇する（ケース2）。

図1：ROEが8%を超えると日経平均が値上がりする



(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

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。たとえ ROE が改善しても図 1 のケース 1 に該当する銘柄の株価は上がらないかもしれず、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からだ。

ここで注意すべきは、投資家が求める最低限の ROE は一律 8% ではなく個々企業によって異なる点だ。同じ製造業でも扱っている製品は何か、主要な販売市場はどこか、国内外の生産拠点がどのように構築されているか、更に財務構造や従業員構成によってビジネス・リスクが異なる。リスクが異なれば投資家が求める最低限の ROE（利回り）も同じではない。

とはいえ、これらの要素をデータ的に捕捉するのは困難なので、ここではビジネス・リスクの違いを簡易的に考慮するため、業種平均 ROE を投資家の要求水準とみなして 14 年度のリターンを検証する。具体的には、図 2 のとおり銘柄ごとにケース 1 とケース 2 どちらに該当するか区別したうえで、横軸に ROE の変化（14/3 期→15/3 期）、縦軸に 14 年度のリターン（業種平均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 3）。

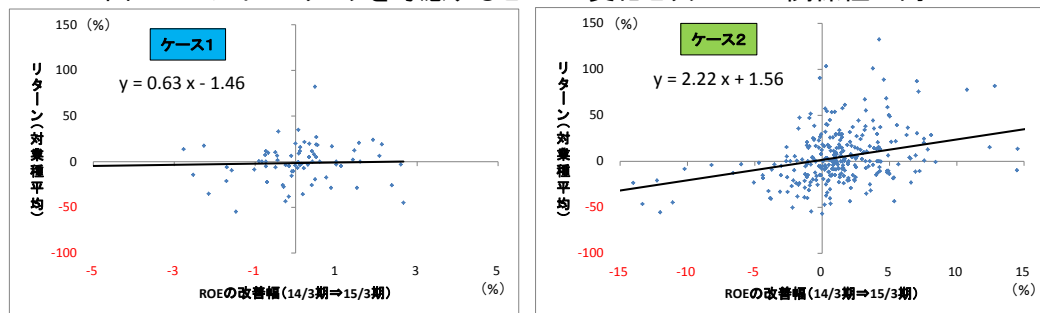
図2： ケース分けの方法

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 ROE が改善しても業種平均リターンを下回った銘柄が少なくない。同様に ROE が悪化しても業種平均並みリターンであった銘柄が多い（回帰係数は 0.63）。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（同 2.22）。

以上のように、ケース 2 のみ ROE の変化とリターンの関連性が見られた。この結果から、単に ROE が改善するだけでは株式市場がポジティブに評価するとは限らず、市場の要求水準を満たしたうえで収益性の改善が期待される銘柄に投資したほうがリターンを得やすい可能性が示唆される。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。

図3： 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（14/3 期⇒15/3 期）、縦軸に 14 年 4 月～15 年 2 月のリターン（対業種平均の超過リターン）をプロットした。

(資料) 日経 NEEDS、IFIS、QUICK より筆者作成

(井出 真吾)