

# ROE向上の王道は、利益率の改善に

寄稿 / 長田清英（東海東京調査センター シニア・グローバル・ストラテジスト）

## 日本株式市場で高まる ROE 重視の潮流

日本株式市場でROE(自己資本利益率、純利益÷自己資本)を重視する流れが定着しつつある。その背景には、主に以下のような要因があると思われる。

- ・安倍政権がROEの向上を成長戦略の重要な要素として取り上げたこと
- ・金融庁が「日本版スチュワードシップ・コード」を策定、「企業に対し資本を生かして成長を促す責任が機関投資家側にある」としたことで、資本効率の向上や企業統治を重視する投資姿勢が投資家の間で一段と広がる見通しとなったこと
- ・ROEや企業統治を重視して構成銘柄を選ぶ「JPX日経インデックス400」がスタートし、投資家の中でこれを運用の物差しとする動きが広がったこと など

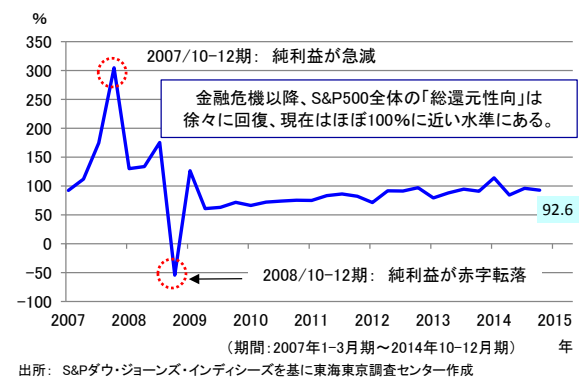
## ROE 向上に向けた株主還元強化の動き

利益の拡大が、ROE向上の王道ではある。しかし、ROE(純利益÷自己資本)向上のために分子の純利益を稼いでも、分母の自己資本に(利益剰余金として)留保されてしまっは、ROEの改善ペースがなかなか上がらないことになる(分子とともに分母も増加)。そこでポイントとなるのが、株主還元(配当や自社株買い)の強化だ。剰余金を株主還元として払い出すことで、自己資本を減少させてROEのさらなる改善を図ることが可能となる。

実際、米国の企業の多くは株主還元非常に積極的だ。S&Pダウジョーンズ・インディ

ズによると、S&P500指数構成銘柄全体の「総還元性向(配当と自社株買いの合計金額を純利益で割った比率)」は、足元で90%を超えた水準にある。

### < S&P500 総還元性向 の推移 >



昨年6月、金属加工機械メーカーのアマダ(6113、現アマダホールディングス)が、2014と15年度の2年間の純利益を全額株主還元(配当と自社株買いを半々)と発表して注目を集めたが、米国ではS&P500全体がそれに近い株主還元を行っていることになる。

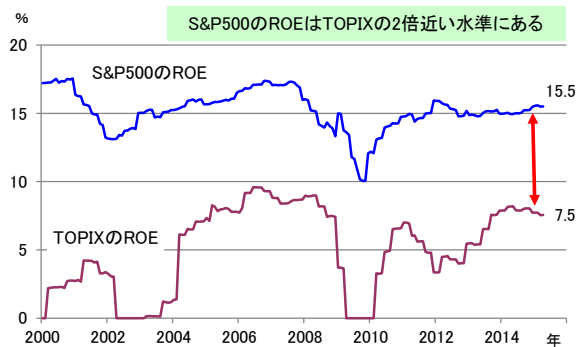
本来であれば、本業への投資や賃上げなどに資金を回すべきとの声もあろう。しかし、(良し悪しはともかく)こうした資本政策が米株市場の下支えに寄与している点は確かだ。日本企業の株主還元強化の動きは、今後の日本株市場全体の安定度を増すことにつながる。

## 日米の ROE の開きは利益率の差から

日本と米国のROEに大きな開きがあることは、以前から広く知られているところだ。ROEが高いということは、それだけ自己資本を効率的に使って収益を生み出していることになる。2000年以降の両国のROEの推移を見ても

と、S&P500 (米国) のROEはTOPIXを恒常的に上回っており、かつ足元では約2倍の水準にあることがわかる。

< 日米 ROE 比較 (TOPIX 対 S&P500) >



出所: ブルームバーグデータを基に東海東京調査センター作成 (期間: 2000年1月~2015年4月)

こうした日米間の ROE の大きな差は何に起因するのだろうか?それを理解するために、ROE を分解(デュポン分析)することで日米比較を行った結果が以下の表だ(2015/4 の数値)。

< 日米 ROE のデュポン分析 >

ROE = 売上高純利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ							
(純利益/ 自己資本)	(純利益/ 売上高)		(売上高/ 総資産)	(総資産/ 自己資本)			
<b>日本 (TOPIX)</b>	<b>7.5 (%)</b>	=	<b>4.4 (%)</b>	×	0.3 (回)	×	5.7 (倍)
<b>米国 (S&amp;P500)</b>	<b>15.5 (%)</b>	=	<b>9.9 (%)</b>	×	0.3 (回)	×	5.2 (倍)

出所)ブルームバーグデータ、2015年4月末、四捨五入のため両辺は必ずしも一致しない

このように、日米の ROE の差は利益率の差でほぼ説明できることがわかる。この利益率の差の要因の一つとして、TOPIX の主力銘柄(時価総額上位銘柄)に製造業に属する企業が多いことが挙げられる。製造業は装置産業であるため、サービス業と比較して設備投資等に要する費用負担が大きく、利益率が相対的に低い。例えば、トヨタ自動車の売上高純利益率が 8.0 % (2015 年 3 月期)であるのに対し、米アップルは 21.6% (2014 年 9 月期)と、同じ超優良企業でありながら、利益率に大きな格差が生まれている。その他の要因として、米国企業が比較的容易に人員カットなどを通じたコスト削減をすることができる(日本の場合、人員削減は容易

ではない)といった点も挙げられよう。もちろん、日本が長くデフレ環境下にあったこともその一因であろう。

日本企業の利益率向上に向けて

日本企業が利益率、しいては ROE の改善を実現するには、産業構造の転換[製造業のファブレス化(製造工程を海外企業等に委託)など]や、機動的なコスト削減を可能にすること(非正規社員のさらなる活用)も必要となろう。しかし、前者は「モノづくり日本」の強みを失うことにつながりかねず、また後者は知識や技術が社内に蓄積されにくくなるなど、問題点は少なくない。

日本としては、値上げによる適正な利潤の確保や(脱デフレで可能に)、事業のスリム化・効率化(選択と集中)、利益率の高い海外市場への進出、さらにはグローバル・スタンダード(世界標準)を狙えるような新たな製品・サービスの展開などが不可欠となろう。

日米の企業文化の違いを考慮すれば、米国の ROE の水準に追いつき追い越すことを目標とするのではなく、まずは利益率の向上に取り組んだ結果として、日本企業の ROE 水準を着実に切り上げて行くことが重要だろう。

(長田 清英)

この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。情報の正確性には万全を期しておりますが、その正確性・完全性・将来の運用成果の予測等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、情報提供会社等および当社は一切の責任を負いません。資産運用の際にはお客様の責任において最終的にご判断ください。この資料は、第三者への提供を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用等させることはできません。

金融商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して上限 1.242%（税込）（ただし、最低手数料 2,700 円（税込））の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料及び信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。金融商品等には株式相場、金利水準の変動等による「市場リスク」、金融商品等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合の「信用リスク」、外国証券である場合には、「為替変動リスク」等により損失が生じるおそれがあります。さらに、新株予約権等が付された金融商品等については、これらの「権利を行使できる期間の制限」等があります。なお、信用取引又はデリバティブ取引を行う場合には、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金又は証拠金の額を上回るおそれがあります。手数料等およびリスクは、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。

#### 東海東京証券の概要

商号等 : 東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号  
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会