

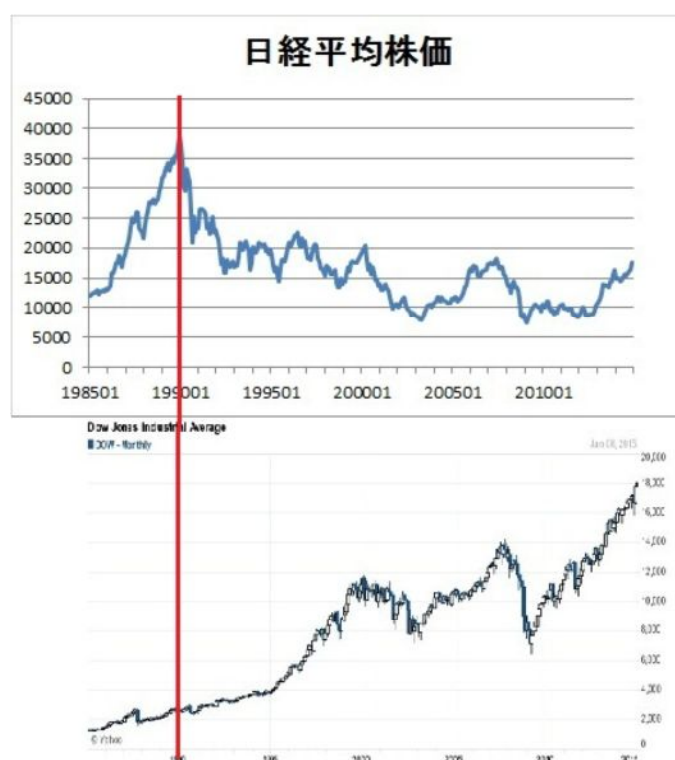
【バリュエーションレポート：PER13】

このところ、株式市場では ROE（自己資本利益率）が脚光を浴びている。これは、安倍首相が 2014 年 6 月の成長戦略として打ち出したものである。そして、日本の株価を再び右肩上がりにしようという位置づけになる。そのため、株式市場でも ROE に注目した投資が一つのトレンドになりつつある。

実はこの ROE という指標はその指標だけでは直接株式投資に用いることは難しい。そこで、ROE と相性の良いバリュエーション指標である PER といかに組み合わせるか、ここではその点について解説したい。

長期低迷下にある日本の株式市場

ROE と PER の関係の解説に入る前に、ちょっと衝撃的なチャートを見てもらいたい。



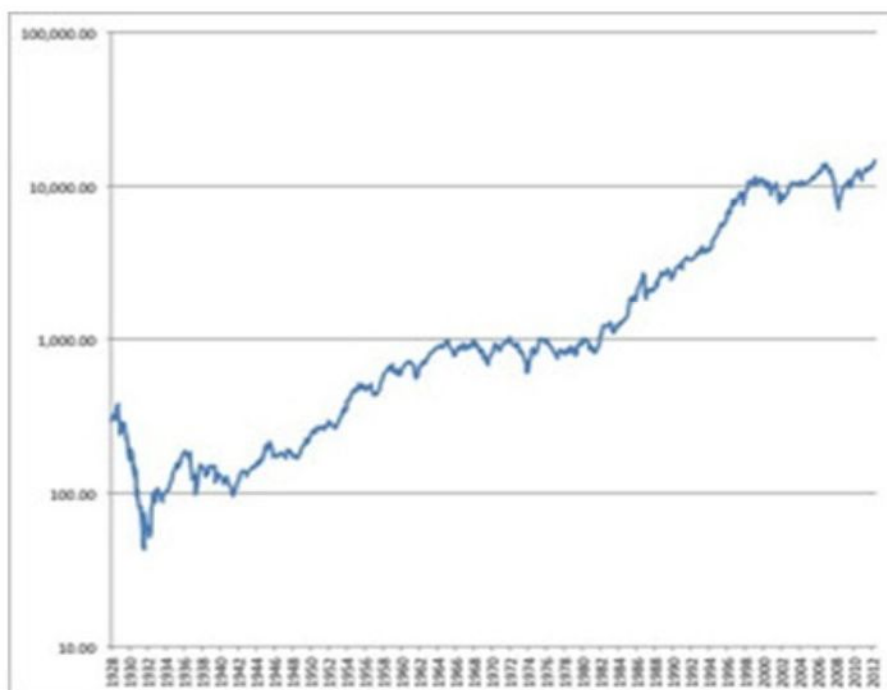
これはこの 30 年間の日米の株式市場を比較したものである。日本は日経 225、米国は NY ダウを用いている。日本のバブルのピークの 1989 年末に縦に実線を入れてある。そのピー

ク時の日経平均の水準から 2014 年末には日本は 2 分 1 以下の水準となっている。

ところが、米国は何と同期間に約 7 倍に上昇している。意外と意識している人は少ないかもしれないが、こんなに差がある。一般的に株式市場の規模はその国の経済の規模に比例すると言われるが、日米の経済成長率にこんな格差があったわけではない。つまりこの差は、日米の企業の稼ぐ力の差ということになる。

もっとも、ピーク時に日本はバブルだったことも確かであるので、企業の実体価値以上に株価が高い評価となっていたと考えられる。そのバブルで行き過ぎた分の調整はあったろう。多分株価が 2.5 分の 1 になった 3 年後くらいまでではなかろうか。しかし、その後の低迷は企業の稼ぐ力の問題である。

このような時期は何も日本だけが経験したわけではない。米国にも株価が長期間低迷する時代があった。図は 1930 年から 2012 年までの 82 年間のダウ平均の対数チャートだが、1965 年から 1982 年の 17 年間ダウ平均はほぼ横ばいとなっている。



成長戦略の一環として打ち出した株価上昇への道筋

自国の株式市場が長期的に低迷した結果、その資産の一部を株式投資で運用する年金財政が厳しいものとなっている。また、それによる年金債務の負担が企業業績の足を引っ張る

という悪循環も起こった。

そこで政府は、諸悪の根源ともいえる株式市場の長期低迷の打開策として、日銀による超金融緩和を誘導した。ただし、金融緩和は株式市場にとってあくまで一時的なカンフル剤に過ぎない。同時に株式市場の本格的な立て直しにとって根本的に重要な企業の稼ぐ力を高めようという方針を成長戦略の一つの柱として打ち出している。その象徴が ROE=自己資本利益率である。

これは、安倍首相が 2014 年 6 月の成長戦略として打ち出したものだ。そして、日本の株価を再び右肩上がりにしようというものになる。東証 1 部上場企業の 2003 年から 2013 年までの平均 ROE は 6%であったが、MSCI ワールドインデックスの平均は 12.6%と倍の差がついている。この差が株式市場の勢いの差になったということである。

ROE の向上を成長戦略の核とすることは経済産業省が行った「企業と投資家の望ましい関係構築プロジェクト」の提言が影響を与えている。このプロジェクトは一橋大学大学院の伊藤邦雄教授が座長にまとめられた提言で、「伊藤レポート」とよばれる。

それ以前、2013 年 6 月の成長戦略で「グローバル企業」で構成する新しい株価指数の導入を提言している。その結果、2014 年 1 月から新インデックス「JPX400」がスタートしたが、このインデックスには高 ROE 銘柄を組み入れることになった。

変わる上場企業の意識

ROE という概念自体はすでに 20 年前には日本に入ってきていたが、あまり定着しなかった。しかし、改めて政府が取り上げたことで、このところ企業サイドでもかなり意識するようになってきている。決算説明会などでも具体的な数値を上げる企業も増えてきた。

特に JPX400 は収益性の高い企業で構成したインデックスという位置づけであるので、JPX400 に採用されれば、一流の証明になる。それが明示的になったことは意外に大きな影響を与えていると思う。実際の組み入れ企業を見ると、一流に疑問符のつく企業もあるが、世間はそんな細かいところまで見ない。

日本企業もこれまで利益の絶対額は意識していたが、これからは資本効率と資本のコントロールを意識するようになるということである。それゆえ、結果的に ROE が上昇し、株価の上がる可能性が高まっている。

売上高利益率向上が企業の最大の命題

さて、ROE を分解すると、売上高当期利益率・総資産回転率・財務レバレッジに分解できる。ということで、まずは売上高利益率を上げることが重要になる。そこで、政府はまず、税率を下げることを表明し、企業には売上高経常利益率の向上を要請している。

$$ROE \text{ (自己資本利益率)} = \frac{\text{当期利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

↓

$\left[\frac{\text{当期利益}}{\text{自己資本}} \right]$

(売上高当期利益率)

↓

売上高に対してどれだけ利益を生み出されているかを示している

(収益性)

(使用総資産回転率)

↓

総資産が売上高に対して有効に活用されているかを示す

(効率性)

(財務レバレッジ)

↓

負債の利用度合を表しており、数字が高いほど負債の依存度が高い

(負債の利用度)

先般、2015 年度の税制改正大綱で法人実効税率の引き下げを打ち出した。これは、2 年で 4,200 億円の法人税減税を行うというものである。とりあえず、これは政府が当初に打ち出した法人税減税分の 2 分の 1 に相当し、もう 2 分の 1 もやがては実施する予定としている。

次が回転率で ROE の向上のためには売上高を増やすと同時に資産を圧縮することも重要になる。在庫やそのほかの無駄な資産、無駄な投資を抑えることで、回転率が上がる。しかし、資産を圧縮すると財務レバレッジが下がるので、自社株買い、配当で自己資本を圧縮することも必要となる。もっとも自己資本の圧縮は財務のリスクを勘案しながらの作業ということである。

ハードルが高い高水準の ROE 維持

ただし、高水準の ROE を維持するのは至難の業である。企業は 1 期間終わったら、その間に稼いだ利益から配当を支払い、残りを内部留保とする。配当性向は企業によってばらつきがあるが、まずここでは議論を簡単にするために配当性向 0%、つまり無配を前提に説明しよう。

企業の ROE を 10% としてみると、1 期間後の自己資本は 10% 増えることになる。これが意味することは、実は配当性向 0% とすると、ROE は自己資本の成長率に等しくなる。そうすると、次の期も 10% の ROE を維持するためには、利益を 10% 増やさなければならない

い。つまり、配当性向 0%を前提とすると、ROE を維持するためには ROE と同じ利益成長率が必要ということになる。コンスタントに高 ROE を達成するためには高成長でなければならぬ。それゆえ、高成長下にある企業はしばしば配当性向 0%、つまり無配という配当政策を取る。グーグルなどはその典型的な例である。

さて、仮に配当性向 0%で、先に日本と世界の ROE 格差、6%と 12.6%で 20 年間成長したとすると、利益は 6%で 3.2 倍、しかし、12.6%では 10.7 倍と 3.3 倍の差が付く。もっともそうは言っても配当性向 0%は一般的ではない。上場企業の平均は 30-40%と考えられる。仮に 40%とすると、ROE が 10%の会社であれば、6%の利益成長で ROE10%が維持できることになる。

ROE を意識すると、このように配当政策や自社株買いも含めて財務戦略を真剣に考えなければならぬことになる。それゆえ、収益性が高く、財務安定性も高いが成長性が低い企業では、配当性向 100%という企業があってもいいのである。

ROE には平均回帰性

ここまででかなり ROE に対する理解が進んだのではないかと思われるので、そろそろこの ROE を株式投資に生かす方法を考えてみたいと思う。

まず、ROE が高い会社に投資するとどうなるかという、ほぼマーケットに負ける。どうということかという、高 ROE を維持するのが難しいということである。これはすでに述べたように ROE の高い企業は自己資本の成長スピードも速く、その分純利益の成長スピードを維持しなければならないからである。

その結果、ROE には平均回帰性が観測されることになる。これは、統計的に分析すると、ROE の高い企業は ROE が下がりやすく、ROE の低い企業は ROE が上がりやすいというものである。

ただし、これは全銘柄を対象に分析しているため、その中にはかなりのシクリカル銘柄が入っていることによるのではないかと思われる。工作機械、鉄鋼、化学、海運などなどのシクリカル産業は、景気の好不調などによって業績の好不調を繰り返す。つまり、ROE が低い状況から徐々に高くなり、ピークを付けてまた悪化することを繰り返す。その影響が大きく、ROE には平均回帰性があるように見えてしまうためである。

また、これを株価で考えると、投資リターンにはさらに大きな影響を及ぼす。20 年ほど前

の分析であるので、手元にデータは残っていないが、高 ROE 企業に投資し続けると高リターンが得られるかどうか検証したことがある。10 年間ほどの平均 ROE を計算して、ROE の高い企業にバイ・アンド・ホールドで投資をしたらどうなるかを計算したものだ。

その結果は、高 ROE 企業が必ずしも高リターンとはならず、逆にボラティリティが極めて高いことがわかり、単純な ROE によるスクリーニングが投資には役立たないという結論になった。

これは、特にシクリカル企業で顕著に表れ、高 ROE のいい会社は好調なときに評価が過剰となり、業績が悪化するとその過剰評価部分がはがれるので、株価の下落率も大きなものとなるためだ。

以上から言えることは、ROE を使って投資する銘柄を選定するときには、単純に ROE のランキングは使えないということになる。そもそもが PER や ROE などの純利益を用いた投資指標は、純利益が大きく変動するシクリカルな産業の投資判断には使いにくく、安定成長型企业だけに用いるべきものである。

ROE とバリュエーション指標の組み合わせ

ただし、ここまでの議論は ROE と投資リターンを直接結び付けようという議論であった。ROE はファンダメンタルの一面であるが、株式投資はもともとファンダメンタルだけで銘柄選択をしても意味がない。つまり、ファンダメンタルと同時にバリュエーションが重要となる。いい会社ならいくらで買っても儲かるというわけには行かないのが株式投資である。

さて、ここで再び ROE の計算式に戻ってみる。ROE の分子・分母を株価で割る。すると分子は純利益／株価（時価総額）となり、これは益回りで、 $1/PER$ である。一方、分母は自己資本/株価（時価総額）で $1/PBR$ となる。つまり、ROE は PBR と PER に分解でき、 $ROE = PBR \div PER$ 、と変形できることがわかる。

この式で仮に $ROE = 10\%$ とすると、PBR が 1 倍なら PER は 10 倍となり、PBR が 2 倍なら PER は 20 倍となる。マーケットは明らかに後者の成長性を高く見込んでいることになる。ところが、あくまでこれは将来の話であるので、マーケットが間違えると、後者のリターンは大きなマイナスになったりする。特に高 ROE 銘柄はすでに成功企業なわけなので、高バリュエーションになりがちだがバリュエーションには注意が必要である。

PER を考慮し、高 ROE 銘柄を選別

バリュエーションはマーケット全体の水準にも影響を受けるので、絶対水準の議論はできないが、現時点の市場平均 PER は 16 倍であるので、ROE が 10%を上回る会社で、PER が 20 倍を下回ればある程度リスクが小さいということができよう。ただし、この議論はあくまで、安定成長型企業の銘柄選択法であって、シクリカルな企業の場合はまた別の方法が必要なのだろうが、それは確立されているわけではないと思う。あるとすればそのシクリカル性を利用した方法だとは思うが。

表は当クラブのカバー銘柄や代表的な高 ROE 銘柄をピックアップして、バリュエーションを比較した表である。この表において PER20 倍以下の企業がリスクが比較的低い高 ROE 企業ということになる。

高ROE企業のバリュエーション(PER)比較

銘柄	コード	JPX400	決算期	予想EPS 円	ROE	株価(1/16) 円	PER 倍
物語コーポレーション	3097		2015/6	231.6	14.2%	3,890.0	16.8
ニトリ	9843	○	2015/2	354.9	15.8%	6,470.0	18.2
サンマルク	3395		2015/3	389.0	12.2%	7,240.0	18.6
ヤオコー	8279		2015/3	373.9	13.7%	7,210.0	19.3
大黒天物産	2791		2015/5	186.3	12.1%	3,595.0	19.3
サイバーエージェント	4751	○	2015/9	221.5	25.7%	4,580.0	20.7
ツルハホールディングス	3391	○	2015/5	343.8	27.0%	7,420.0	21.6
良品計画	7453	○	2015/2	581.3	14.3%	13,610.0	23.4
キュービー	2809	○	2015/11	100.7	7.8%	2,402.0	23.8
アサヒ	2502	○	2014/12	149.3	8.4%	3,610.5	24.2
クスリのアオキ	3398		2015/5	290.8	26.3%	7,170.0	24.7
花王	4452	○	2014/12	149.2	11.9%	4,871.5	32.6
コスモス薬品	3349	○	2015/5	535.4	18.7%	17,830.0	33.3
ファーストリテイリング	9983	○	2015/8	981.2	16.2%	41,370.0	42.2

なお、ROEに関してさらに詳しく知りたい方は、マネックス証券株式会社のチーフ・ストラテジストである広木隆氏が、日本経済新聞出版社から 2014 年 11 月に発刊した「勝てる ROE 投資術」の一読をお奨めしたい。

本書は「いちから学ぶ ROE の基本」から始まって、ROE 銘柄の選択法まで詳細な解説を行っている。ROE の解説書としては唯一の書籍である。

参考 URL : <http://cherry100.mods.jp/ra/s/825>

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。