

# ROE(株主資本利益率)の3要素: 株式市場が最も重視するのは?

二〇一四年一月から、新しい株価指数であるJPX日経インデックス四〇〇が算出された。この新指数は、新しい日本株のベンチマークとしてGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が採用を検討するとの報道もあり、日本国内の投資家のみならず、海外の機関投資家からも大きな注目を浴びている。この新指数の大きな特徴の一つが、構成銘柄の選択に際して、主要な財務レシオの一つである、ROE(株主資本利益率)を考慮することである。ROEは純利益を株主資本で除いたものであるので、企業の出資者である株主の観点から収益性を判断する指標といえる。そのため、二〇一四年は株式市場において、ROEが従来以上により注目される財務レシオになることが予想される。

## 株価パフォーマンスに最も影響するROE要素とは

ROEは、売上高純利益率、総資本回転率、財務レバレッジの三つの要素に分解して分析されることが多い。ブルームバーグの分析機能を使って、この三つの要素のうち、どの要素の改善が株価パ

## 佐藤 円裕

ブルームバーグL.P.  
アプリケーションスペシャリスト 株式担当

フォーマンスに一番影響を与えるかを分析してみた。TOPIX構成銘柄のうち、時価総額が五百億円以上の企業の中で、ROEが前の四半期と比較して改善した銘柄を対象に、売上高純利益率が改善したグループ、総資本回転率が改善したク

グループ、財務レバレッジが高まったグループの三グループを抽出し、過去の株価パフォーマンスを検証した。二〇一三年一月末をスタート日にして、直近四半期の要素が前の四半期の要素を上回った企業を抽出し、三ヶ月ごとに企業を入れ替え、株価パフォーマンスを算出した。それぞれの企業のウェイトは、等ウェイトとした。一月末をスタート日にしたのは、一月末ならば、九月期の財務データが利用できるからである。

結果は、売上高純利益が改善したグループのパフォーマンスは、プラス四八・六パーセント、総資本回転率が改善したグループは、プラス八七・二パーセントのパフォーマンス、財務レバレッジが高まったグループは、プラス五一・六パーセントだった。ちなみに、同じ期間のTOPIXのパフォーマンスは、プラス四九・五パーセントのパフォーマンスだっ

たので、ROEの三つの要素のうち、総資本回転率が改善したグループだけが、TOPIXを大きく上回るパフォーマンスを達成したことになる(図1参照)。

## 海外におけるROE評価の傾向

つまり、日本の株式市場では、ROEが改善した企業といっても、売上高純利益率の改善や財務レバレッジが高まったことは評価せず、総資本回転率の改善だけを評価していた、という結果になった。

この傾向は、海外でも同じなのだろうか、それとも日本独特の傾向なのだろうか? 米国のS&P500の企業と、欧州のブルームバーグ欧州500指数の企業を対象にして、同様の分析をしてみた。

米国市場の結果は、売上高純利益率が改善したグループのパフォーマンスは、プラス一五一・八パーセント、総資本回転率が改善したグループは、プラス一七四・五パーセントのパフォーマンス、財務レバレッジが高まったグループは、プラス一七〇・八パーセントのパフォーマンスだった。ちなみに、S&P500のパフォーマンスは、プラス一〇九・七パーセントだったので、米国株式市場では、三

図1●日本の株式市場の推移

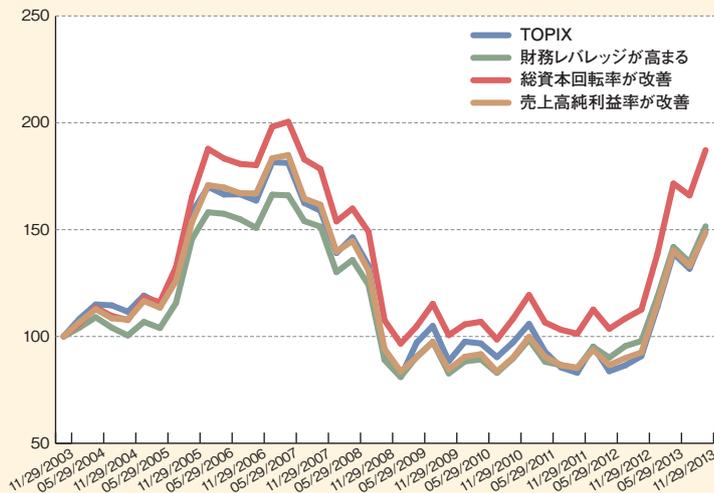


図2●米国の株式市場の推移

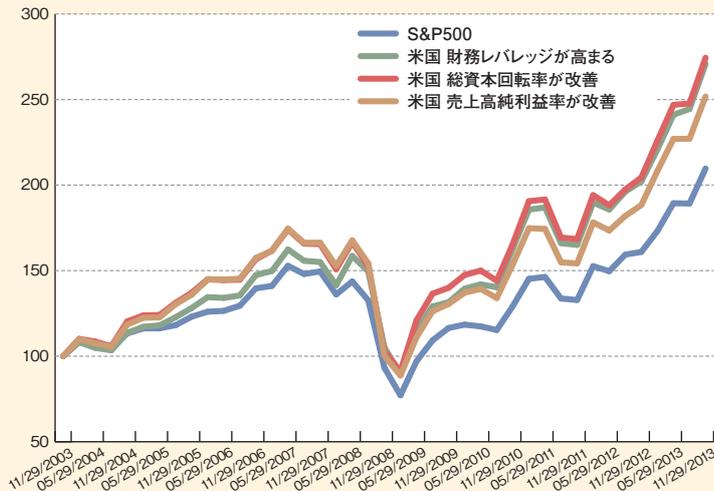
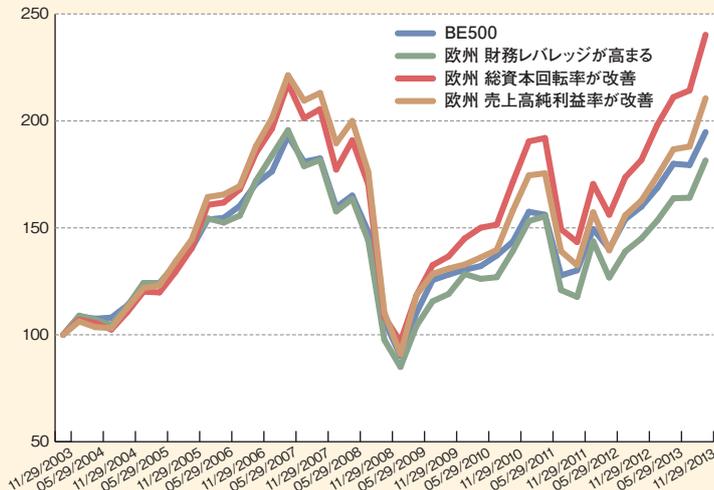


図3●欧州の株式市場の推移



つのグループとも大きく市場平均を上回るパフォーマンスを達成していることがわかった。日本市場と同じなのは、総資本回転率が改善したグループが一番良いパフォーマンスを達成し、売上高純利益率が改善したグループのパフォーマンスが一番悪かったことである(図2参照)。

欧州市場の結果は以下のとおりとなった。売上高純利益率が改善したグループのパフォーマンスは、プラス二一〇・六パーセント、総資本回転率が改善したグ

ループのパフォーマンスは、プラス一四〇・三パーセント、財務レバレッジが高まったグループのパフォーマンスは、プラス八一・五パーセントだった。ちなみに、ブルームバーグ欧州五〇〇のパフォーマンスは、プラス九四・八パーセントだった(図3参照)。

**一番高く評価されるのは  
総資本回転率**

日本、米国、欧州それぞれの株式市場

で共通していることは、総資本回転率が改善したグループの株価パフォーマンスが、他の二つのグループ、市場のベンチマークと比較して一番良いということだ。ROEの改善の手段には、売上高純利益率を改善する、総資本回転率を改善する、財務レバレッジを高める、の三つがあるが、株式市場では、総資本回転率を改善することが一番評価されているようだ。