



### I-OWA マンスリー・セミナー座談会より ROE の正しい使い方について語り合う

吉野 貴晶氏、参加者のみなさま、岡本 和久  
レポーター： 赤堀 薫里

岡本 | 私が、指標の中で一番大事だと思うのは、やはり ROE です。ただ、ROE は投資指標というより企業分析のための経営指標という方が正しいのではないのでしょうか。ROE は PER と PBR を合体したもので、これらが投資指標ということだと思います。ROE には役割が 3 つあると考えています。それらは、①投資価値の判断基準、②企業の持つ潜在的な成長率を把握する為の指標、③収益力の源泉が何処から来ているのか分解することでわかる。日本で ROE が幅広く注視されだしたのは、2014 年からスタートした JPX 日経 400 の導入でしょう。そういう意味では非常にいいことですが、ROE の最終数字だけを見て、中身を詳しく見ていないことがかなりあり、使い方としては正直、ちょっと不満もあります。しかし、それまでは ROE のことについてあまり考えられていなかったのも、ま、その点では進化があったと思います。最近の機関投資家も ROE を注視する投資家が増えてきていますか？



吉野 | クオリティー投資が、今、注目されている。クオリティーと言うと、ROE が高い銘柄だと直感的に浮かんでくる。そして ROE が高く、かつ持続できるかを次に考えていく。高 ROE でかつガバナンスもいいところは、ROE が持続します。

岡本 | その場合のガバナンスは、株主としてのガバナンスですか？それとも経営についてのガバナンスですか？

吉野 | 経営者としてのガバナンスです。経営者が株主のためにどれだけ企業経営をしているかと



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ということです。

岡本 | その辺りを数値化することは難しいですね。経営そのものの質という問題もかなりある。ゼロ金利、マイナス金利がずっと続いている状態だと、皆がショートターミズム(短視主義)になる。株主も短期で儲けたい、経営も短期的成果を重視する。金利がゼロに近いということは、時間価値がほぼないということと同じである。株主も企業に早く利益を出せと圧力をかけ、経営者も早く今期の利益を上げて、頂くものを頂いてさっさと辞めたいということが横行する。極端な低金利が長期に渡り続くことはそのような大きなデメリットがある。そこで長期的な視点に立って設備投資、研究開発投資、人間の採用等をやっているのか企業経営の質が求められる。そこが重要なポイントになりつつあるのかなと思う。

吉野 | 12月の日銀金融政策決定会合の時に、追加的補完措置が出ました。日銀がETFを購入していた金額を、3兆円から3兆3,000億円と3,000億円増やした。この増やした3,000億円を、設備投資や人材投資に頑張っている企業のETFを作れば、日銀が買っていくわけです。政策主導で変な話であり、批判的な見方もありますけどね。設備投資や人材投資をしている企業を評価したETFを作っていくという流れがある。JPXが出た2014年はROEがすごく注目された。今年はそのようなETFが出ると企業における人材投資や設備投資に注目が集まるのかなと考えています。

〇氏 | ROEは重要な指標だと思うが、投資家からみて、これから投資する投資尺度としては、少し異なるのかなと思うのです。ROEは株主資本を分母として使う。でも財務レバレッジも考えたら、借入金を使って上手に稼ぎ、その稼いだ力である営業利益を使うROICの方が、会社の実力を表しているのではないのでしょうか。ROICが資本コストを上回っている状態の企業が段々成長していくので、そういうところをもっと重視して投資指標としていく考え方もありますが、その辺りはどう解釈すればいいですか？

吉野 | 最初に岡本さんがご指摘されたように、そもそもROEは、経営指標としてスタートしている為、投資指標ではない。最初に資本金を出した投資家に対して、どれだけ利益を生んでいるのかということが重要であり、流通市場で投資している人は最初にお金を払っている人ではないので、全然ROEとは関係ない。会社側から見れば、株価の上昇、下落により会社にお金が入ってくるわけではない。会社側としては、貰ったお金に対して、どれだけリターンを稼いでいるのか見るための経営指標として重要である。ところが投資サイドから見ると、最初にお金を払った人ではないので、PERのように、時価に対してどれだけ利益が重要かということになってくる。ROEは、どれだけガバナンスを示しているかという代理変数のような役割になっている。

ROICが高ければ、負債コストも考えた上で営業利益を出している。つまり、実際の設備投資に対してどれだけ利益を出しているかということなので、数値がよければ株主に対して還



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

元できることを示します。しかし、いずれにしても1つの投資指標だけで判断するということはお勧めしません。いろいろ考えなくてはならない。レバレッジが高ければ当然ROEが上がります。しかし、それは収益の不安定性を生む問題があり、ROAの方がいいのではないかとも言える。でも最終的に企業は株主のものという発想だったらROEではないかとかという議論もある。

今まで何も無かったところから、株主価値を考えるきっかけとしてはいいのでしょうけど、「ROEだけ見ていればいい」ということだけが1人歩きしてしまっている。それが問題ですね。

岡本 | 結局ROEを分解していく過程で、売上高純利益率があり、それが10年20年という長い期間でどのように変遷してきたのか、営業利益率などの指標まで遡る必要性がある。また、売上がどれだけ伸びているのかということで総資本回転率の関係や、ただ単にレバレッジが上がってROEが上がっているだけなのか、資本構成の変化等、まさにおっしゃる通り、ROEは膨大な財務分析の入り口の存在です。

K氏 | ROEはわかりやすくいいですね。株は所有権として純資産を買うわけだから、その純資産に対して何%の利益が上がるかということは、まさに持っている資産の成長率と考えられる。成長する資産に対して、自分がいくら払うというところでいろいろな指標が出てくる、というように2段に分けて考えるとわかりやすい。

Y氏 | これからどう変わるのかを見ていくのがファンド・マネージャーやアナリストの仕事です。今日までのデータはある。そこから先はないところで、成長ファクターをどう読み取るかを大議論すべきことですね。プロの責任ですね。

岡本 | 長期間にわたって過去に遡り、一番いい状態と悪い状態の分析をする。もちろん会社や業界動向も変わっていく中、それをどう勘案して将来を見ていくのか、極めて難しいことをやろうとしているわけですね。

吉野さんというと、テレビの「サザエさん」視聴率と株価の関係を思い出してしまいますが、サザエさんとお寿司のお話をお願いします。

吉野 | 経済に興味を持ってもらうきっかけになればと始めたものです。サザエさんの視聴率が低いということは、テレビでサザエさんの放映時間に家に居ない。外出しているということは、個人消費が好調で株価が上昇するというわけです。直近では視聴率は下がっています。ただ、全体的にテレビの視聴率が下がってきているということもありますけどね。視聴率低下と株高はかなり強い相関関係にあります。

岡本 | お寿司はどうですか？



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

吉野 | お寿司は、基本的に食材にお金がかかり高級なので、お寿司を食べる人が増えると株価が上がる。発表までに時間がかかる景気指標だけで世の中を見ているのでは遅いですね。GDP の発表も四半期に一回ですし。お寿司でなくてもいいので、世の中の環境を見ながら景気がどうなっているのか見てほしいのです。他にも恵比寿・新橋レシオもあります。新橋と比べて、恵比寿の乗降客が増えた方が、相場や景気がいい。米国のファイナンス学会でも、スポーツのセンチメントということで、サッカーWC で負けると株が安いとか、天気がいい時は株が高いと発表しています。

岡本 | そう考えると身の回りにも株価判断の材料は色々ありますね。今日もどうもありがとうございました。