

## ROEのグローバル比較

りそな銀行

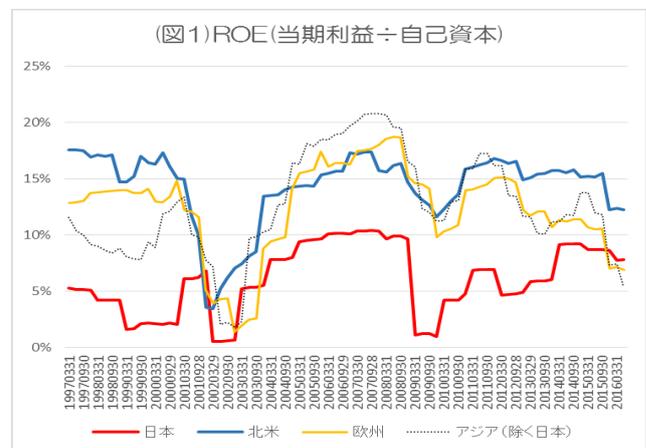
アセットマネジメント部

投資技術開発グループ

投資家のスチュワードシップ責任の重要性が増すとともに企業のROEが注目される中で、日本企業のROEの推移とROE水準のグローバル比較が注目されております。

## 1. ROEの推移

企業利益は景気の影響を受けるため、企業のROEは景気とともに変化してきました。日本、北米、欧州、アジアのROEの推移(2016年6月まで)は図1の通りです。2001年や2008年(リーマンショック)にグローバルで景気が悪化し、全世界でROEが落ち込みました。リーマンショック後、日本ではアベノミクスを受けてROEの水準は再びリーマンショック前と同様なレベルまで回復してきました。足元ではグローバル景気の悪化から欧米のROEは落ち込んでいるものの、北米のROEは12%台を保っており、日本企業のROEの7%台よりも高位で推移しております。他方、2016年7月以降では為替が円安に推移したこともあり、国内市場全体では企業収益が堅調に推移しており2017年3月の日本企業の決算ではROEが前年度よりも向上すると見られております。



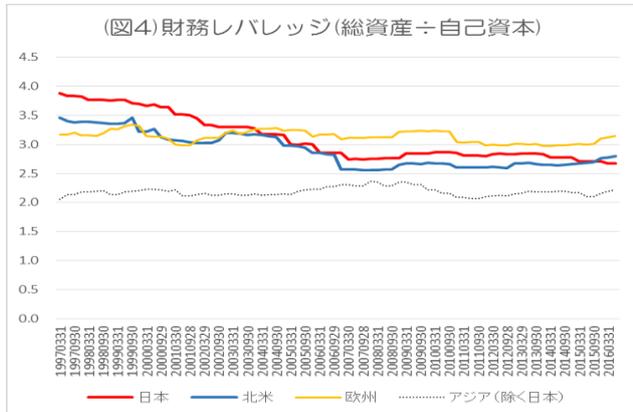
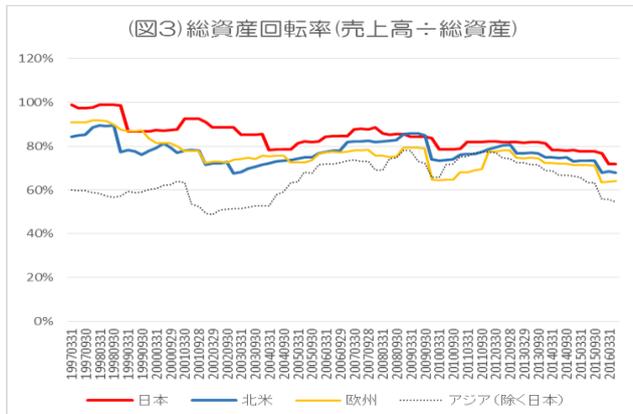
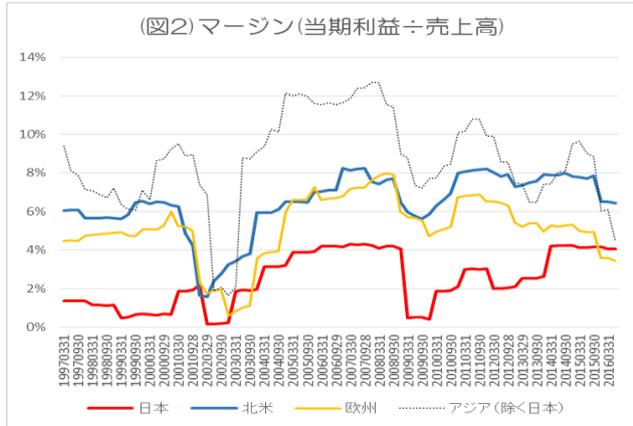
(注1) 図1~4,6,7はFACTSET, MSCIのデータを用いて弊社作成。MSCI-Worldの各地域に含まれる金融業種以外の企業をユニバースとしFACTSETのデータをもとに各特性値を算出した。

## 2. ROEのデュポン分解

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

$$= \text{マージン} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

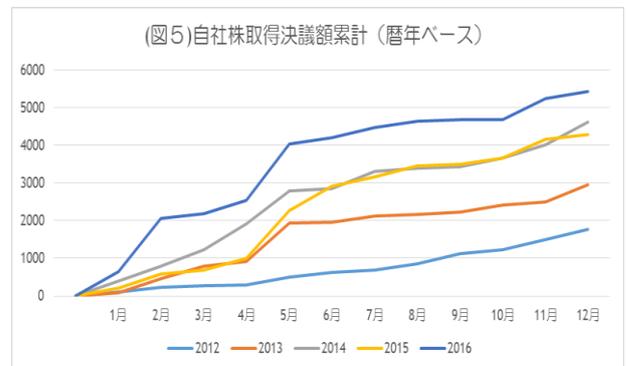
上式はROEのデュポン分解として知られています。図1のROEを上式に基づき3つの要素に分解すれば図2~図4となります。



北米企業のマージンが日本企業より高い(図2)ことが主要因となって、北米企業のROEが日本企業より高レベルで推移していることが分かります。

### 3. ROEの向上策としての自社株買いの推移

2016年5月発刊のクオンツレポート「資本効率性と企業利益の継続性」でご紹介した通り、ROEを高めるためには手元の資金を有効に活用する必要があります。M&A、設備投資、自社株買い、増配などを実施して手元資金を有効活用することが期待されています。

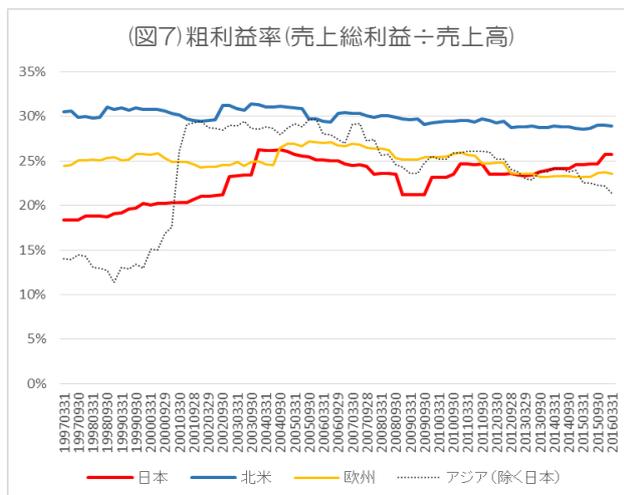
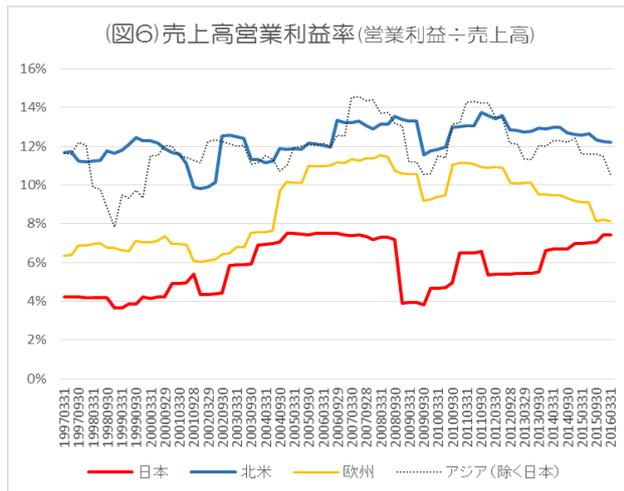


(注2) 日経NEEDSのデータをもとに弊社算出。単位10億円

図5は近年の自社株買いの推移です。スチュワードシップ責任のもと投資家と企業の対話が進む中で、2013年以降に手元資金の有効利用を目的に自社株買い(あるいは増配)が増えております。自社株買いにより圧縮した手元資金の分だけROEは向上します。財務レバレッジを過度に下げないように、近年増加する自社株買いは一定の効果をあげていると考えられます。

#### 4. マージンの分解

次に、マージンを分解します。マージン(当期利益÷売上高)を売上高営業利益率や売上高粗利益率に変更したものが図6～図7になります。



粗利ベースでは日本企業と北米企業ではそれほど大きな格差ではない(図7)ものの、売上高営業利益率では大きな格差になっております。

#### まとめ

日本企業の ROE はアベノミクス以降に向上しつつあります。また、自社株買いや増配は手元資金の増加による ROE の下落を抑えることができ、2013 年以降の自社株買いの増加は ROE の下支え効果があったと考えられます。そして、円安の影響もあり 2016 年度の ROE は前年比で向上すると見られております。

一方で、北米企業は日本企業より ROE が高位に推移しております。北米企業の ROE が高い主な背景はマージンの差にあります。この北米企業の効率性のポイントは売上原価の低さというよりも、営業利益と売上高粗利益の差(販管費など)にあります。

自社株買いに積極化している日本企業も、同時に M&A の実施や AI などを利用した効率的な設備の導入などによる販管費の抑制などに今後注目が集まると考えられます。また、グローバルでの販路拡大による売上の数量増加によっても、相対的な販管費などの割合を下げ得ます。

一方で、将来的に AI を利用した効率的なスマート工場が実用段階へ向かうのであれば、今後売上原価の抑制がグローバルで進展することも想定され、ROE 向上を狙った多様な企業戦略の動向に注目が集まります。

キーワード: ROE, デュボン分解, スチュワードシップ責任

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。