

Topics

- ▶ 最近の日本株を巡る2つの注目点について取り上げる。
- ▶ 国内新興企業向け株式市場が低迷してきたが、円安ドル高の一服や、賃上げと消費の好循環実現による内需回復が低迷に歯止めをかける可能性があると考えられる。
- ▶ 東証による上場企業への資本効率改善要請から約1年が経過したが、TOPIXのROE（自己資本利益率）は横ばい圏にとどまっている。分子の利益拡大につれ、分母の自己資本も拡大していることが背景とみられる。こうした中、企業の中でDOE（自己資本配当率、株主資本配当率）を設定する動きがみられ、動向が注視される。

シニアストラテジスト 浅岡 均

1. 新興企業向け株式市場は反発するか

国内新興企業向け株式市場の低迷が目立っています。東証グロース市場250指数（旧 東証マザーズ指数）は5月下旬に一段と下落し、2020年4月以来の低水準に至りました。東証グロース市場250指数は、2020年コロナ禍での株価上昇局面で大幅に上昇しましたが、その後、2021年秋ごろから下落に転じ、2022年半ば以降は、低位横ばい圏で推移していました。一方で、TOPIX100（大型株）は2023年から直近にかけて大幅に上昇し、両者のパフォーマンスかい離が顕著となっています（図表1）。

2023年以降のTOPIX100の上昇は、デフレ脱却期待に加え、FRB（米連邦準備理事会）の利上げに伴う円安ドル高進行も要因となりました。TOPIX100と東証グロース市場250指数の相対株価とドル/円レートの長期推移をみると、円安ドル高局面でTOPIX100が東証グロース市場250指数をアウトパフォームする傾向がみられます（図表2）。直近は円安が一段と進みましたが、広範なドル高局面はFRBの利下げ開始観測とともに終盤を迎えつつあるとみられ、国内新興企業株の対大型株でのパフォーマンスかい離拡大にも歯止めがかかることが期待されます。

直近にかけての大型株上昇は、海外投資家による買いがけん引しました。海外投資家による日本株の買いは大型株が中心だったとみられる点も、パフォーマンス面でギャップが広がった背景と考えられます。

東証グロース市場250指数が対象とする新興企業向け株式市場は、国内個人投資家による売買が中心で、海外投資家による日本株買いの恩恵を受けにくかったとみられます。

資本効率改善期待も日本株上昇の大きな要因となりましたが、東証が2023年3月末に資本効率改善を要請した対象は東証プライム、スタンダード市場の上場企業で、グロース市場の上場企業は対象外でした。事業を比較的長期に継続し、手元流動性が潤沢な（キャッシュリッチな）企業については資本効率改善期待が強まりましたが、新興企業ではこうした投資テーマがそもそも当てはまりません。

なお、2020年以前は、国内の家計マインド（消費者心理）が改善する局面で東証グロース市場250指数のパフォーマンスが相対的に良くなっていたことがうかがえます（次ページの図表3）。コロナ禍以降は運動性があまりみられないものの、国内新興企業の収益性を見極める上で内需動向は引き続き重要とみられます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 東証グロース市場250指数とTOPIX100の推移



期間：2004年1月5日～2024年5月27日（日次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 ドル/円レートとTOPIX100/東証グロース市場250指数の相対株価



期間：2015年1月4日～2024年5月27日（日次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

このところ家計マインドは物価高などから改善傾向が一服しています。もっとも、今後、大幅上昇となった春季賃上げの影響が給与に反映されていき、賃金上昇と国内消費の好循環が徐々に強まっていけば、国内新興企業を巡る投資家心理が上向いていくことも期待されます。

2. TOPIXのROEが横ばい圏にとどまる中、企業の中で自己資本配当率を設定する動き

前述したように、東証がプライム市場、スタンダード市場の全上場企業を対象に2023年3月末に発表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を受けて、資本効率改善に向けた企業の取り組みが進んでいます。直近の国内企業決算発表でも相次いだ自社株買い、政策保有株（持ち合い株式）の削減、配当引き上げなどの方針は、この一環とみられます。

ところが、TOPIXのROE（自己資本利益率）の推移をみると、2023年は8%台後半と前年から小幅に上昇したものの、ほぼ横ばい圏にとどまっています。米国や欧州に比べて依然として低水準にあります（図表4）。

ROEの改善は、売上増加、売上高利益率の上昇、配当・自社株買いなど株主還元拡大、政策保有株の削減、などによって実現されます。長期的にはTOPIXのROEとインフレ率の間には緩やかな連動性があり、インフレ定着につれてROEの上昇が期待されてきました。足元では、企業利益が拡大する中で、内部留保の積み上がりを通じて、自己資本（純資産、あるいは株主資本とも言う）も拡大している状況となっています（図表5）。結果的に、利益を自己資本で割った値であるROEがほぼ横ばい圏にとどまる形となっています。

こうした中、企業の中で、配当性向（年間配当総額／純利益）と併せ、DOE（自己資本配当率、株主資本配当率とも言う）の目標値を設定する動きがみられます。

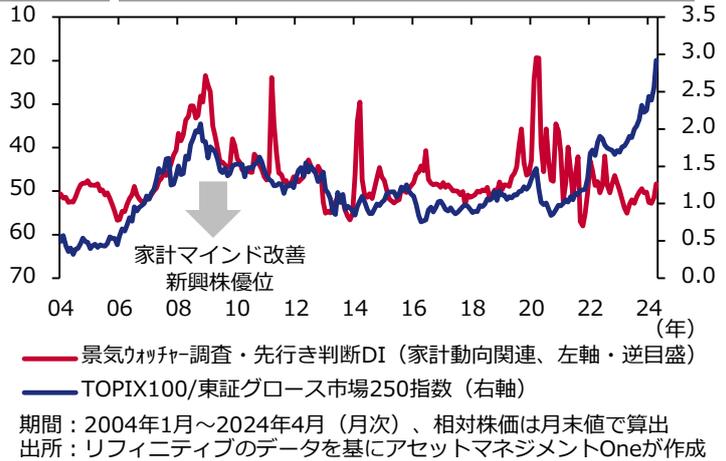
自己資本配当率は「年間配当総額／自己資本」と定義され、「配当性向（年間配当総額／純利益）×ROE（純利益／自己資本）」と書き換えることができます。自己資本配当率を設定することで、短期的な純利益の変動にかかわらず、自己資本に応じた配当を目指す株主還元策を実施することになります。

株主にとっては、安定的な配当が見込まれるとともに、企業にとっては、内部留保の積み上がりによる自己資本（ROEの分母）の拡大を抑制することが期待できます。

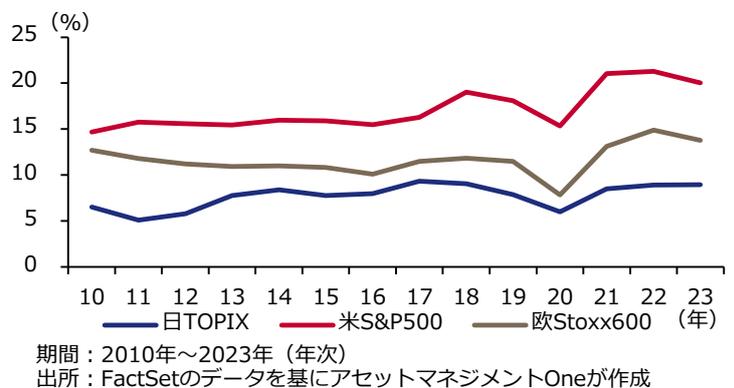
TOPIX全体の自己資本配当率は、直近緩やかな上昇基調で推移し、2023年に3%台に達しました。ただし、米国や欧州に比べると約半分の水準にとどまっています（図表6）。

東証の要請などにより企業にとってROE向上は改めて中長期的なテーマとなっており、ROE向上に向けた様々なコーポレート・アクションが引き続き注目されます。

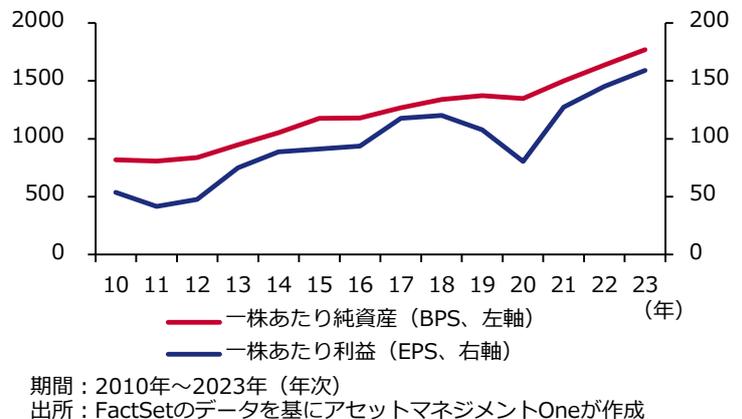
図表3 国内家計マインドとTOPIX100/東証グロース市場250指数の相対株価



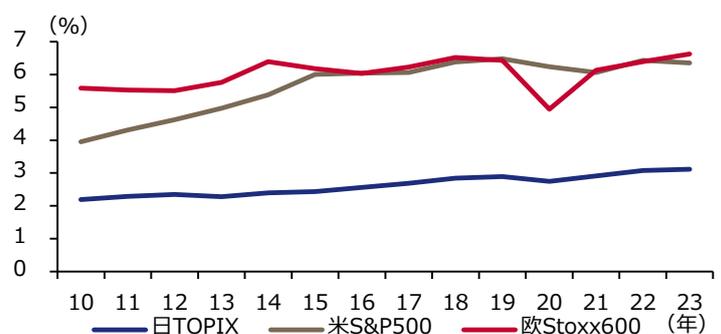
図表4 日米欧上場企業のROE（自己資本利益率）



図表5 TOPIXのROEの分母（BPS）と分子（EPS）の推移



図表6 日米欧上場企業のDOE（自己資本配当率）



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

● 東証株価指数（TOPIX）、東証グロース市場250指数、TOPIX100の指数値および東証株価指数（TOPIX）、東証グロース市場250指数、TOPIX100にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。

● S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

● ストックス・ヨーロッパ600指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。