

クオンツ / テーマ

ROE スプレッドウォッチ Vol.22

今月は海運大手やゲーム大手が ROE スプレッドの改善期待銘柄として浮上

ROE スプレッドの改善が期待できる銘柄をリストアップ

我々は 2015 年からアナリストの業績予想とクオンツアプローチを組み合わせて ROE スプレッドの改善が期待できる銘柄をピックアップした『ROE スプレッドウォッチ』を配信している。今月の好転期待銘柄は、弊社非カバー銘柄から川崎汽船(9107)、グリーン(3632)、エスペック(6859)、タムロン(7740)の 4 銘柄である。

安村 和仁

シニアクオンツアナリスト

03-6627-5240

yasumura-kazuhito@sc.mufig.jp

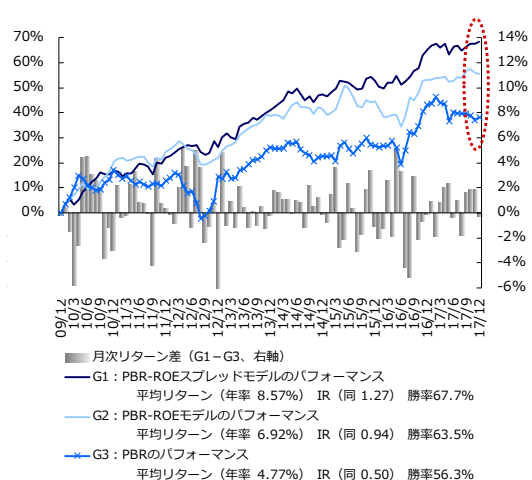
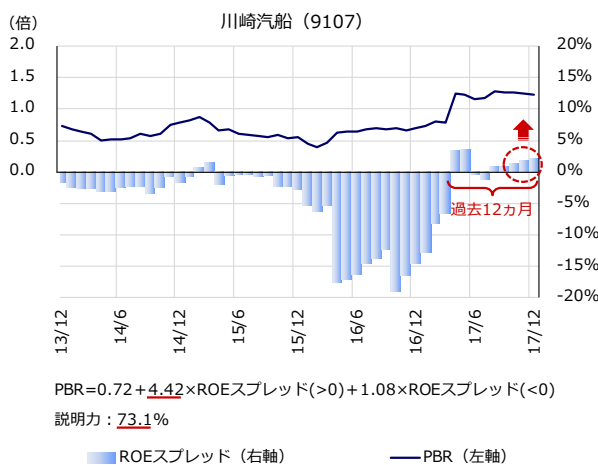
この半年間に取り上げた銘柄のパフォーマンスは引き続き好調に推移

この半年間に取り上げた銘柄のパフォーマンスを見ると、全 14 銘柄中 11 銘柄が TOPIX をアウトパフォームしており、平均超過リターンも 4.98% と好調である。これらの銘柄では ROE スプレッドの改善が続いており、今後も ROE スプレッドの改善が進めば、パフォーマンスの更なる向上も期待できると見ている。

ROE スプレッドモデル(業種分散後)のパフォーマンスも堅調に推移

ROE スプレッドモデル(業種分散後)の先月のパフォーマンスは単純なバリュー(PBR)をわずかに下回ったものの、+80bp と引き続き堅調であった。先月は年末に向けて財務レバレッジやベータ、高ボラティリティ、PBR などのリスク選好的なファクターの上昇が目立ったが、そうした局面でも当モデルはプラスのリターンを確保している。当モデルの IR はリーマン・ショック後の 2010 年から昨年までの 8 年間で 1.27 と高水準で推移していることから、今後も安定したパフォーマンスが期待できるだろう。

ROE スプレッドに上昇の兆しが見られる銘柄例と ROE スプレッドモデル(業種分散後)のパフォーマンス



左注: 分析対象期間: 2013年12月末~2017年12月末

右注: 分析対象期間: 2009年12月末~2017年12月末

右図中のパフォーマンスは、業種分散後の①PBR-ROE スプレッドによる適正 PBR と実際の PBR との差、②PBR-ROE モデルによる適正 PBR と実際の PBR との差、③単純な PBR、それぞれに基づく月次リバランスの等金額ポートフォリオの第 1 分位(割安度上位 20%)と第 5 分位(同下位 20%)の月次リターン差を累和したものの。

出所: 日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

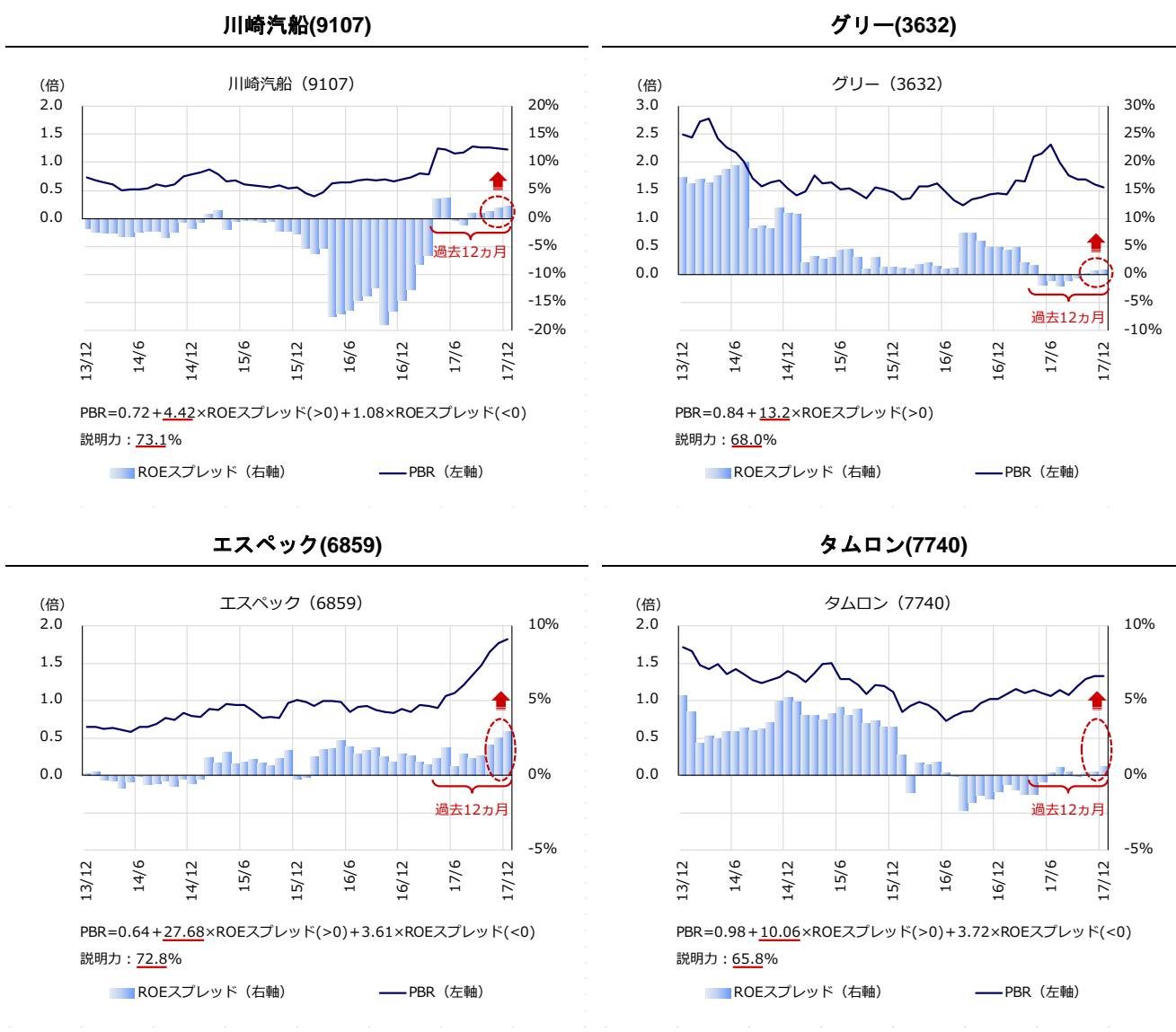
1. ROEスプレッドの改善が期待できる銘柄をスクリーニング

弊社非カバー銘柄を対象としたスクリーニング

弊社非カバー銘柄から4銘柄がヒット

今月はROEスプレッドに上昇の兆しが見られる銘柄として、弊社非カバー銘柄から川崎汽船(9107)、グリーン(3632)、エスベック(6859)、タムロン(7740)の4銘柄がヒットした(図表1)。これらの銘柄はここ数ヶ月でROEスプレッドが改善傾向にある。今後のROEスプレッドの動向に注目したい。

図表1：PBRとROEスプレッドの推移



注：分析対象期間：2013年12月末～2017年12月末

PBRとROEスプレッドの関係式および説明力は過去120ヶ月の月次データによる時系列回帰分析によって推定。

なお、ROEスプレッドはROE(東洋経済、12ヶ月先予想ベース)と資本コストの差、資本コストはCAPMから算出。

また、エクイティリスクプレミアムは残余利益モデルをもとにセクターごとに推計した資本コストの時価総額加重平均値とリスクフリーレート(新発10年国債利回り)から算出。

出所：日経NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、BARRAよりMUMSS作成

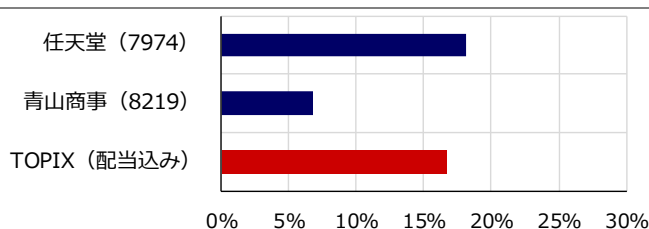
2. これまでに上げた銘柄のパフォーマンスをモニタリング

7月に上げた銘柄では任天堂がTOPIXをアウトパフォームする状況が続くもROEスプレッドにはピークアウト感も

7月初旬に上げた銘柄では、図表 2-1,2 に示すように、任天堂(7974)が ROE スプレッドの改善とともに TOPIX をアウトパフォームする一方、青山商事(8219)は TOPIX をアンダーパフォームする状況が続いている。任天堂の ROE スプレッドにはピークアウト感も見られるが、更なる改善が期待できればパフォーマンスの向上も期待できると見ている。青山商事では ROE スプレッドの改善が待たれる。

なお、これらの銘柄のパフォーマンスのモニタリングは今回で終了する。この半年間の TOPIX 平均超過リターンは-4.2%と TOPIX をアンダーパフォームする結果に終わった。

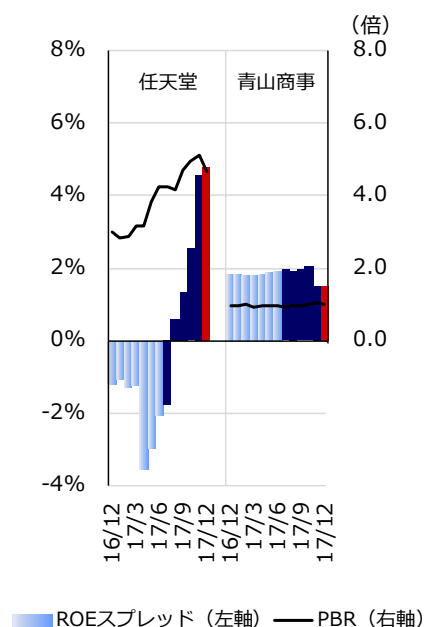
図表 2-1 : 7月に上げた銘柄の株価パフォーマンス



注：分析対象期間：2017年7月11日～2018年1月5日

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS より MUMSS 作成

図表 2-2 : 7月に上げた銘柄の PBR と ROE スプレッドの推移



注：分析対象期間：2016年12月末～2017年12月末

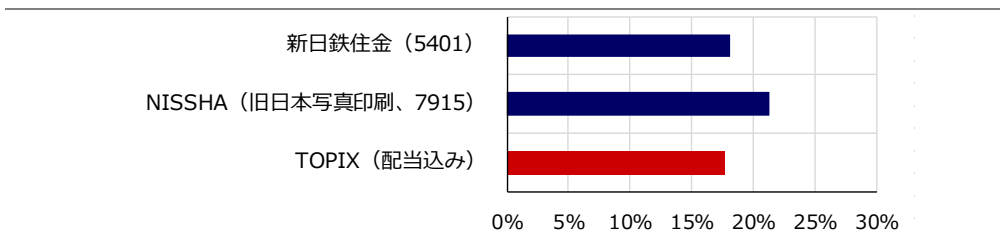
図中の濃紺色(赤褐色)の棒グラフはレポート掲載後(当月)の ROE スプレッドを示す。

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

9月に取り上げた銘柄では新日鉄、NISSHA（旧日本写真印刷）ともにTOPIXをアウトパフォームする結果に

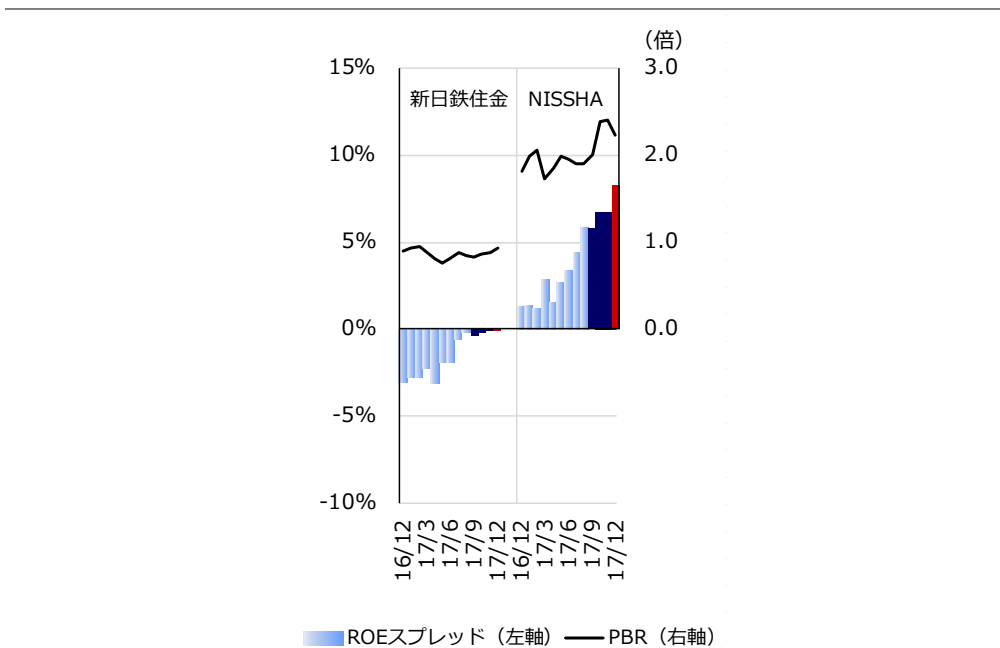
9月初旬に取り上げた銘柄では、図表 3-1,2 に示すように、NISSHA(旧日本写真印刷、7915)は ROE スプレッドの改善が続くもパフォーマンスはやや鈍化傾向にある。一方、新日鉄住金(5401)は ROE スプレッドの低迷が続いているが、パフォーマンスは TOPIX をアウトパフォームするまでに上昇している。今後は ROE スプレッドの改善が明確になれば、パフォーマンスの更なる向上も期待できると見ている。

図表 3-1 : 9月に取り上げた銘柄の株価パフォーマンス



注：分析対象期間：2017年9月11日～2018年1月5日
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS より MUMSS 作成

図表 3-2 : 9月に取り上げた銘柄の PBR と ROE スプレッドの推移

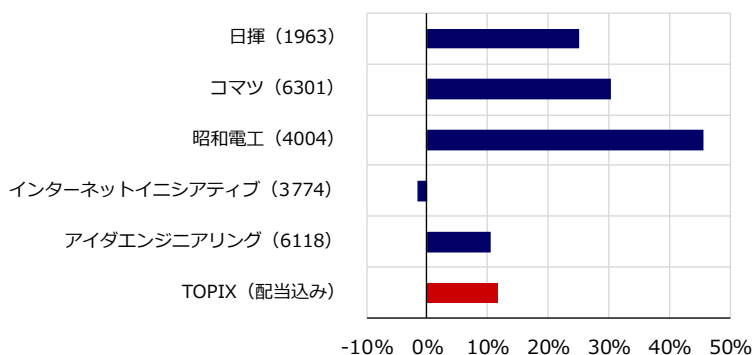


注：分析対象期間：2016年12月末～2017年12月末
図中の濃紺色(赤褐色)の棒グラフはレポート掲載後(当月)の ROE スプレッドを示す。
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

10月に取り上げた銘柄では昭和電工、コマツ、日揮がTOPIXを大きくアウトパフォームする結果に

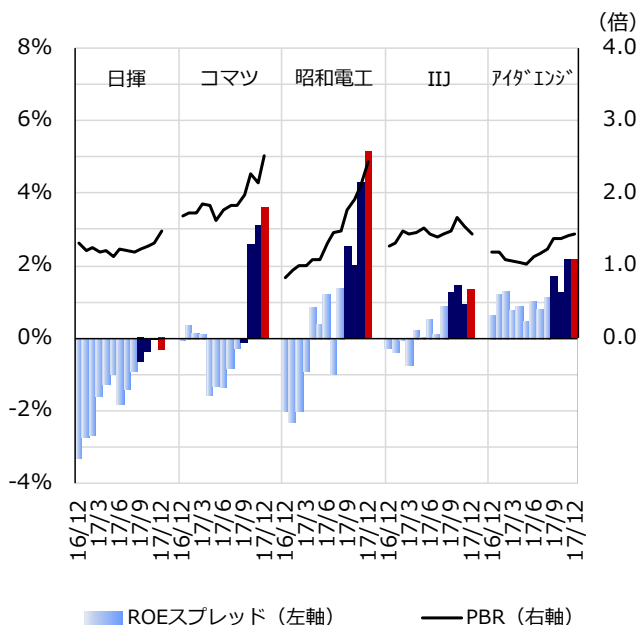
10月初旬に取り上げた銘柄では、図表4-1,2に示すように、5銘柄中3銘柄がTOPIXをアウトパフォームしている。特にROEスプレッドの改善が顕著な昭和電工(4004)やコマツ(6301)はTOPIXを大きくアウトパフォームしている。また、ROEスプレッドの改善は遅れているが、日揮(1963)もTOPIXを大きくアウトパフォームしている。今後もROEスプレッドの改善が続けば、パフォーマンスの更なる上昇も期待できると見ている。一方、インターネットイニシアティブ(3774)やアイダエンジニアリング(6118)ではROEスプレッドの改善が待たれる。

図表4-1：10月に取り上げた銘柄の株価パフォーマンス



注：分析対象期間：2017年10月6日～2018年1月5日
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS より MUMSS 作成

図表4-2：10月に取り上げた銘柄のPBRとROEスプレッドの推移

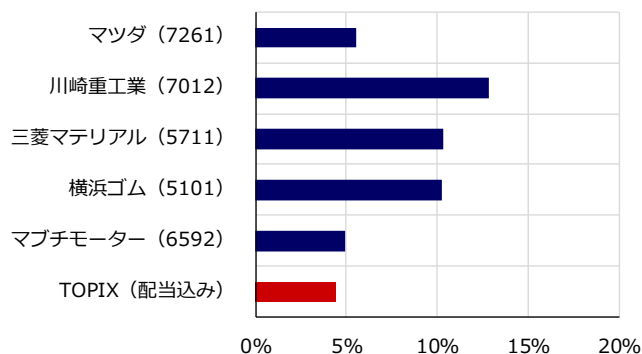


注：分析対象期間：2016年12月末～2017年12月末
図中の濃紺色(赤褐色)の棒グラフはレポート掲載後(当月)のROEスプレッドを示す。
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

12月に取り上げた銘柄では5銘柄すべてがTOPIXをアウトパフォームする結果に

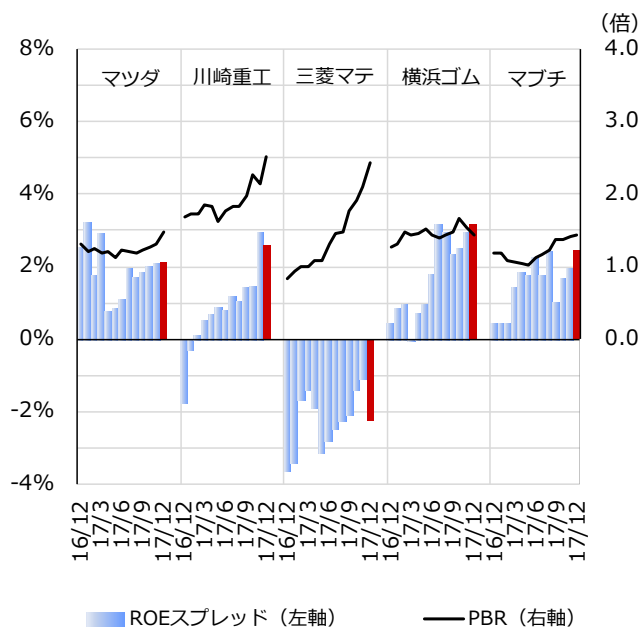
12月初旬に取り上げた銘柄では、図表 5-1,2 に示すように、5 銘柄すべてが TOPIX をアウトパフォームしている。まだレポート掲載後 1 ヶ月足らずだが、川崎重工業 (7012)や三菱マテリアル(5711)、横浜ゴム(5101)が TOPIX を大きくアウトパフォームしている点が目に付く。今後、ROE スプレッドの改善が進めば、パフォーマンスの更なる向上も期待できると見ている。

図表 5-1 : 12月に取り上げた銘柄の株価パフォーマンス



注：分析対象期間：2017年12月8日～2018年1月5日
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS より MUMSS 作成

図表 5-2 : 12月に取り上げた銘柄のPBRとROEスプレッドの推移



注：分析対象期間：2016年12月末～2017年12月末
図中の濃紺色(赤褐色)の棒グラフはレポート掲載後(当月)のROEスプレッドを示す。
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

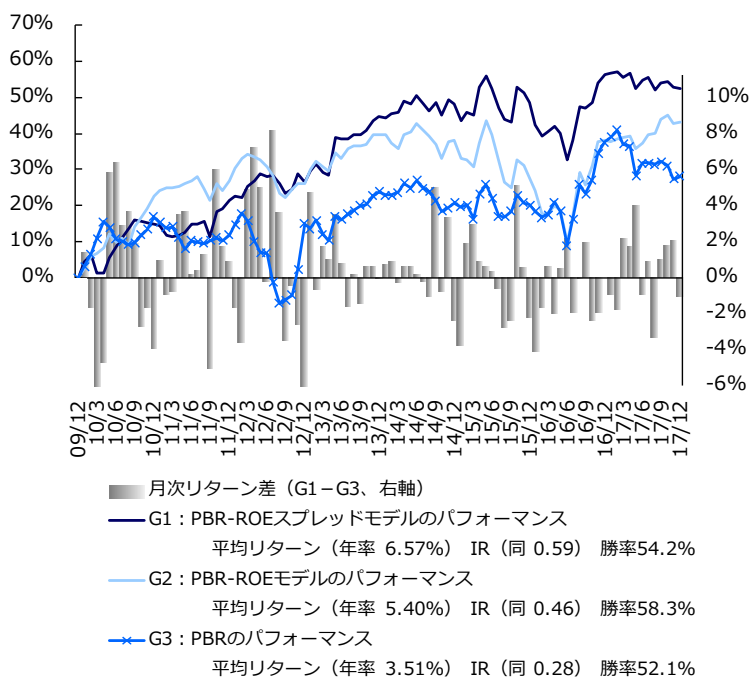
3. ROEスプレッドモデルのパフォーマンスをモニタリング

業種分散前のROEスプレッドモデルの先月のパフォーマンスはわずかにマイナスに

図表6は、2010年から直近にかけてのROEスプレッドモデル(業種分散せず)のパフォーマンスを示している。過去120ヵ月のPBRとROEスプレッドの関係から導き出される適正PBRと実際のPBRから株価の割安・割高を判断した場合の投資効果を示しており、パフォーマンスが高いほどROEスプレッドによる銘柄選別が有効に機能していることを示す(詳細は2015年1月21日発行のレポート『[企業価値はROEスプレッドで決まる!](#)』参照)。なお、同図には、一般に広く利用されているPBRとROEのクロスセクショナルな関係から株価の割安・割高を判断するモデルの投資効果や単純なPBRによる投資効果も示している。

業種分散前のROEスプレッドモデルの先月のパフォーマンスは-0.2%とわずかにマイナスとなった。単純なバリュース(PBR)のパフォーマンスと比較すると単月で+1.0%もの開きが見られた。先月はPBRファクターが比較的有効に機能したことに加えて、割安銘柄よりも割高銘柄でROEスプレッドの改善が進んでいた(ROEスプレッドが改善した銘柄の割合=割高銘柄56%：割安銘柄49%)。これらのことが両者のパフォーマンスの違いにつながったと見ている。

図表6：ROEスプレッドモデル、PBR-ROEモデル、PBRのパフォーマンス(業種分散前)



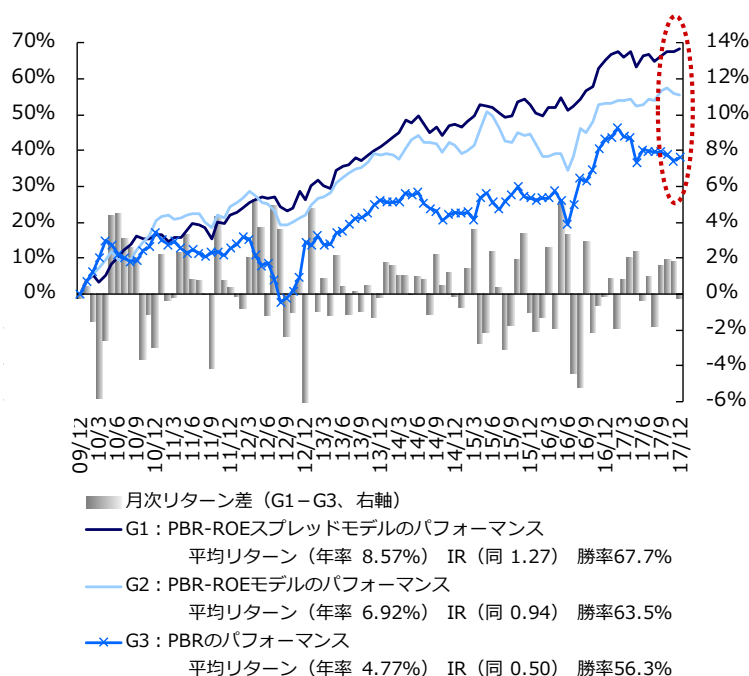
注：分析対象：TOPIX500 採用銘柄(金融セクターを除く) 分析対象期間：2009年12月末～2017年12月末
 図中のパフォーマンスは、業種を分散せずに、①PBR-ROEスプレッドによる適正PBRと実際のPBRとの差、
 ②PBR-ROEモデルによる適正PBRと実際のPBRとの差、③単純なPBR、それぞれに基づく月次リバランスの
 等金額ポートフォリオの第1分位(割安度上位20%)と第5分位(割安度下位20%)の月次リターン差を累和したもの。
 出所：日経NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、BarraよりMUMSS作成

業種分散後の ROE スプレッドモデルのパフォーマンスは引き続き堅調

業種分散後の ROE スプレッドモデルの先月のパフォーマンスは単純なバリュエーション(PBR)をわずかに下回ったものの、+80bp と引き続き堅調であった(図表 7)。記載はないが、先月は年末に向けて日経平均株価が高値圏で推移したこともあり、財務レバレッジやベータ、高ボラティリティ、PBR とリスク選好的なファクターの上昇が目立ったが、そうした局面でも当モデルはプラスのリターンを確保している。当モデルの IR はリーマン・ショック後の 2010 年から昨年までの 8 年間で 1.27 と高水準で推移していることから、今後も安定したパフォーマンスが期待できるだろう。

なお、次項以降に ROE スプレッドモデルによる割安銘柄および割高銘柄のリストを掲載している(図表 8-1,2)。今後の銘柄選択の一助になれば幸いである。

図表 7 : ROE スプレッドモデル、PBR-ROE モデル、PBR のパフォーマンス(業種分散後)



注 : 分析対象 : TOPIX500 採用銘柄(金融セクターを除く) 分析対象期間 : 2009 年 12 月末~2017 年 12 月末
 図中のパフォーマンスは、業種を分散した上で、①PBR-ROE スプレッドによる適正 PBR と実際の PBR との差、
 ②PBR-ROE モデルによる適正 PBR と実際の PBR との差、③単純な PBR、それぞれに基づく月次リバランスの
 等金額ポートフォリオの第 1 分位(割安度上位 20%)と第 5 分位(割安度下位 20%)の月次リターン差を累和したもの。
 出所 : 日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

図表 8-1 : ROE スプレッドモデルによる割安銘柄(業種相対、2017年12月末時点)

コード	銘柄	業種	時価総額 (億円)	投資魅力度	コード	銘柄	業種	時価総額 (億円)	投資魅力度
3064	MonotaRO	小売	4,506.7	5.57	4185	J S R	素材・化学	5,015.5	0.07
2371	カカクコム	情報通信・サービスその他	4,095.8	2.88	5411	ジェイエフイーホールディングス	鉄鋼・非鉄	16,626.7	0.07
1821	三井住友建設	建設・資材	1,023.2	1.02	6701	日本電気	電機・精密	7,918.4	0.07
9003	相鉄ホールディングス	運輸・物流	2,906.1	1.00	2531	宝ホールディングス	食品	2,654.4	0.07
3003	ヒューリック	不動産	8,394.4	0.86	9022	東海旅客鉄道	運輸・物流	41,570.8	0.06
9706	日本空港ビルデング	不動産	3,531.1	0.86	4503	アステラス製薬	医薬品	29,729.0	0.06
2269	明治ホールディングス	食品	14,642.3	0.75	9531	東京瓦斯	電力・ガス	11,811.4	0.06
7733	オリンパス	電機・精密	14,804.3	0.72	3231	野村不動産ホールディングス	不動産	4,850.8	0.05
2229	カルビー	食品	4,906.2	0.69	5901	東洋製罐グループホールディングス	建設・資材	3,941.7	0.05
9984	ソフトバンクグループ	情報通信・サービスその他	98,178.9	0.68	1808	長谷工コーポレーション	建設・資材	5,266.9	0.05
8830	住友不動産	不動産	17,629.4	0.65	3401	帝人	素材・化学	4,943.5	0.05
8801	三井不動産	不動産	25,033.5	0.64	1332	日本水産	食品	1,840.2	0.05
8802	三菱地所	不動産	27,261.8	0.64	4631	D I C	素材・化学	4,053.6	0.05
6674	ジーエス・ユアサ コーポレーション	電機・精密	2,320.2	0.55	5991	日本発條	建設・資材	3,026.4	0.05
9041	近鉄グループホールディングス	運輸・物流	8,236.6	0.52	4569	キョーリン製薬ホールディングス	医薬品	1,582.9	0.04
9501	東京電力ホールディングス	電力・ガス	15,819.7	0.50					
9507	四国電力	電力・ガス	2,739.5	0.45					
5333	日本碍子	建設・資材	6,970.5	0.44					
7211	三菱自動車工業	自動車・輸送機	12,130.9	0.42					
4555	沢井製薬	医薬品	2,221.1	0.40					
4507	塩野義製薬	医薬品	20,067.4	0.37					
7956	ビジョン	情報通信・サービスその他	5,218.9	0.35					
9505	北陸電力	電力・ガス	1,907.7	0.32					
4521	科研製薬	医薬品	2,819.1	0.32					
9045	京阪ホールディングス	運輸・物流	3,757.6	0.31					
8804	東京建物	不動産	3,302.2	0.30					
2432	ディー・エヌ・エー	情報通信・サービスその他	3,503.3	0.29					
9433	K D D I	情報通信・サービスその他	72,558.4	0.29					
9044	南海電気鉄道	運輸・物流	3,166.2	0.25					
6770	アルプス電気	電機・精密	6,382.3	0.25					
4202	ダイセル	素材・化学	4,486.3	0.22					
4324	電通	情報通信・サービスその他	13,771.6	0.22					
6592	マブチモーター	電機・精密	4,223.5	0.22					
6981	村田製作所	電機・精密	34,061.0	0.21					
9502	中部電力	電力・ガス	10,615.8	0.21					
3116	トヨタ紡織	自動車・輸送機	4,427.0	0.20					
5334	日本特殊陶業	建設・資材	5,821.6	0.20					
4062	イビデン	電機・精密	2,376.3	0.20					
7011	三菱重工業	機械	14,203.0	0.20					
7261	マツダ	自動車・輸送機	9,549.7	0.19					
5714	D O W Aホールディングス	鉄鋼・非鉄	2,851.5	0.19					
8905	イオンモール	不動産	5,012.5	0.19					
9007	小田急電鉄	運輸・物流	8,880.8	0.19					
8227	しまむら	小売	4,577.2	0.18					
9513	電源開発	電力・ガス	5,555.6	0.17					
9533	東邦瓦斯	電力・ガス	3,286.2	0.17					
9504	中国電力	電力・ガス	4,493.5	0.16					
9503	関西電力	電力・ガス	12,954.5	0.16					
9508	九州電力	電力・ガス	5,600.1	0.15					
2206	江崎グリコ	食品	3,902.0	0.15					
6465	ホシザキ	機械	7,234.3	0.15					
9005	東京急行電鉄	運輸・物流	11,235.1	0.14					
7201	日産自動車	自動車・輸送機	47,419.7	0.14					
9509	北海道電力	電力・ガス	1,597.5	0.14					
2802	味の素	食品	12,129.2	0.14					
5406	神戸製鋼所	鉄鋼・非鉄	3,807.6	0.13					
9506	東北電力	電力・ガス	7,246.5	0.13					
7003	三井造船	自動車・輸送機	1,402.7	0.12					
9301	三菱倉庫	運輸・物流	2,572.8	0.12					
7267	本田技研工業	自動車・輸送機	69,957.3	0.11					
5486	日立金属	鉄鋼・非鉄	6,939.7	0.11					
1803	清水建設	建設・資材	9,178.3	0.10					
1928	積水ハウス	建設・資材	14,058.9	0.10					
4208	宇部興産	素材・化学	3,520.5	0.09					
6952	カシオ計算機	電機・精密	4,198.7	0.08					
9001	東武鉄道	運輸・物流	7,829.9	0.08					
2914	日本たばこ産業	食品	72,620.0	0.08					
5444	大和工業	鉄鋼・非鉄	2,216.2	0.08					
7911	凸版印刷	情報通信・サービスその他	7,127.0	0.07					
9602	東宝	情報通信・サービスその他	7,380.1	0.07					

注：分析対象：TOPIX500 採用銘柄(金融セクターを除く)

投資魅力度は ROE スプレッドモデルによる適正 PBR と実際の PBR との差。

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

図表 8-2 : ROE スプレッドモデルによる割高銘柄(業種相対、2017年12月末時点)

コード	銘柄	業種	時価総額 (億円)	投資魅力度	コード	銘柄	業種	時価総額 (億円)	投資魅力度
2413	エムスリー	情報通信・サービスその他	12,841.8	-4.69	2267	ヤクルト本社	食品	14,952.4	-0.75
4716	日本オラクル	情報通信・サービスその他	11,948.8	-4.36	9766	コナミホールディングス	情報通信・サービスその他	8,897.0	-0.74
6506	安川電機	電機・精密	13,241.2	-3.17	6954	フアナック	電機・精密	55,218.4	-0.74
4911	資生堂	素材・化学	21,784.0	-3.17	7701	島津製作所	電機・精密	7,585.3	-0.74
8876	リログループ	情報通信・サービスその他	4,695.6	-3.15	2801	キッコーマン	食品	9,593.5	-0.74
3092	スタートトゥデイ	小売	10,673.8	-3.03	4523	エーザイ	医薬品	19,027.7	-0.73
2127	日本M&Aセンター	情報通信・サービスその他	4,397.1	-2.68	9962	ミスミグループ本社	商社・卸売	9,290.8	-0.73
4519	中外製薬	医薬品	32,293.8	-2.32	6504	富士電機	電機・精密	6,337.6	-0.72
4661	オリエンタルランド	情報通信・サービスその他	37,351.0	-2.29	6755	富士通ゼネラル	電機・精密	2,703.5	-0.72
7974	任天堂	情報通信・サービスその他	58,353.5	-2.08	6301	小松製作所	機械	39,636.8	-0.72
6594	日本電産	電機・精密	47,136.3	-1.98	2607	不二製油グループ本社	食品	2,885.4	-0.71
4967	小林製薬	素材・化学	6,006.1	-1.86	4206	アイカ工業	素材・化学	2,828.6	-0.69
1878	大東建託	建設・資材	17,660.7	-1.82	2331	総合警備保障	情報通信・サービスその他	6,255.1	-0.69
9435	光通信	情報通信・サービスその他	7,735.3	-1.66	2810	ハウス食品グループ本社	食品	3,843.1	-0.69
3391	ツルハホールディングス	小売	7,512.5	-1.61	7741	HOYA	電機・精密	21,709.2	-0.67
6861	キーエンス	電機・精密	76,755.8	-1.61					
5332	TOTO	建設・資材	11,769.2	-1.53					
4732	ユー・エス・エス	情報通信・サービスその他	7,474.1	-1.52					
4704	トレンドマイクロ	情報通信・サービスその他	8,964.7	-1.51					
3141	ウエルシアホールディングス	小売	5,104.6	-1.47					
9843	ニトリホールディングス	小売	18,385.3	-1.43					
6146	テスコ	機械	9,005.6	-1.42					
4768	大塚商会	情報通信・サービスその他	8,208.1	-1.41					
9989	サンドラッグ	小売	7,038.9	-1.41					
2811	カゴメ	食品	4,168.9	-1.36					
4543	テルモ	電機・精密	20,279.2	-1.32					
7732	トプコン	電機・精密	2,634.0	-1.31					
2593	伊藤園	食品	5,481.6	-1.29					
7532	ドンキホーテホールディングス	小売	9,317.6	-1.29					
3088	マツモトキヨシホールディングス	小売	5,070.2	-1.21					
2897	日清食品ホールディングス	食品	9,667.2	-1.18					
4684	オービック	情報通信・サービスその他	8,246.9	-1.17					
9719	S C S K	情報通信・サービスその他	5,417.4	-1.15					
7550	ゼンショーホールディングス	小売	2,898.5	-1.14					
4527	ロート製薬	医薬品	3,549.9	-1.14					
7309	シマノ	自動車・輸送機	14,696.1	-1.10					
9627	アインホールディングス	小売	2,384.3	-1.10					
6383	ダイフク	機械	7,773.9	-1.09					
7453	良品計画	小売	9,855.4	-1.09					
9601	松竹	情報通信・サービスその他	2,680.1	-1.08					
7735	S C R E E Nホールディングス	電機・精密	4,683.2	-1.04					
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	情報通信・サービスその他	5,868.0	-1.04					
6869	シスメックス	電機・精密	18,519.6	-1.03					
6965	浜松ホトニクス	電機・精密	6,349.3	-1.03					
9744	メイテック	情報通信・サービスその他	1,776.0	-1.03					
4613	関西ペイント	素材・化学	7,982.4	-1.02					
9697	カブコン	情報通信・サービスその他	2,421.1	-1.01					
6005	三浦工業	機械	3,796.3	-0.98					
4307	野村総合研究所	情報通信・サービスその他	13,833.6	-0.98					
6305	日立建機	機械	8,809.0	-0.97					
4502	武田薬品工業	医薬品	50,632.0	-0.95					
3659	ネクソン	情報通信・サービスその他	14,433.7	-0.93					
1951	協和エクシオ	建設・資材	3,436.6	-0.92					
6923	スタンレー電気	電機・精密	8,052.0	-0.91					
2502	アサヒグループホールディングス	食品	27,032.4	-0.89					
4612	日本ペイントホールディングス	素材・化学	11,600.6	-0.87					
4922	コーセー	素材・化学	10,658.1	-0.85					
4666	パーク二四	不動産	3,957.1	-0.83					
5706	三井金属鉱業	鉄鋼・非鉄	3,775.8	-0.83					
4151	協和発酵キリン	医薬品	12,561.6	-0.82					
9684	スクウェア・エニックス・ホールディングス	情報通信・サービスその他	6,560.3	-0.82					
3349	コスモス薬品	小売	4,706.0	-0.82					
8113	ユニ・チャーム	素材・化学	18,187.3	-0.82					
6645	オムロン	電機・精密	14,378.0	-0.79					
2579	コカ・コーラ ボトラーズジャパン	食品	8,487.9	-0.78					
1959	九電工	建設・資材	3,874.5	-0.77					
9983	ファーストリテイリング	小売	47,637.4	-0.77					
1721	コムシスホールディングス	建設・資材	4,603.7	-0.77					
6963	ローム	電機・精密	13,877.8	-0.77					
8136	サンリオ	商社・卸売	1,679.8	-0.76					

注：分析対象：TOPIX500 採用銘柄(金融セクターを除く)

投資魅力度はROE スプレッドモデルによる適正PBRと実際のPBRとの差。

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、Barra より MUMSS 作成

4. ROEスプレッドによる銘柄スクリーニングの概要

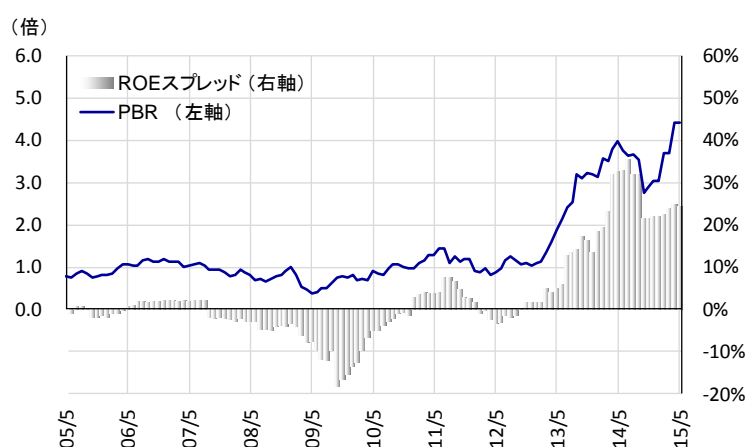
今後、ROEスプレッドに上昇や回復の兆しが見られる銘柄をピックアップ

『ROEスプレッドウォッチ』では、PBRとROEスプレッドの定量的な関係性にセクターアナリストの定性情報を組み合わせ、今後、スプレッドの改善が期待できる銘柄をピックアップしている。

具体的なスクリーニングの方法は以下の通り。

(1)まず、PBRとROEスプレッドの相関が高く(回帰分析による説明力=自由度調整済み決定係数が60%以上)、スプレッドの改善が株価にポジティブに働く(ROEスプレッドがプラスの局面での株価の感応度が高い)銘柄を抽出する(図表A)。

図表A：スクリーニング(1)のイメージ



$$PBR = 1.01 + 9.82 \times ROE \text{スプレッド}(>0) + 2.97 \times ROE \text{スプレッド}(<0)$$

ROEスプレッドがプラス局面のほうが株価の感応度が高い銘柄を選択

説明力 91.8% ◀ 回帰分析による説明力=調整済み決定係数が60%以上

出所：MUMSS作成

(2)次に、以下の2つの条件に当てはまる銘柄を抽出する。

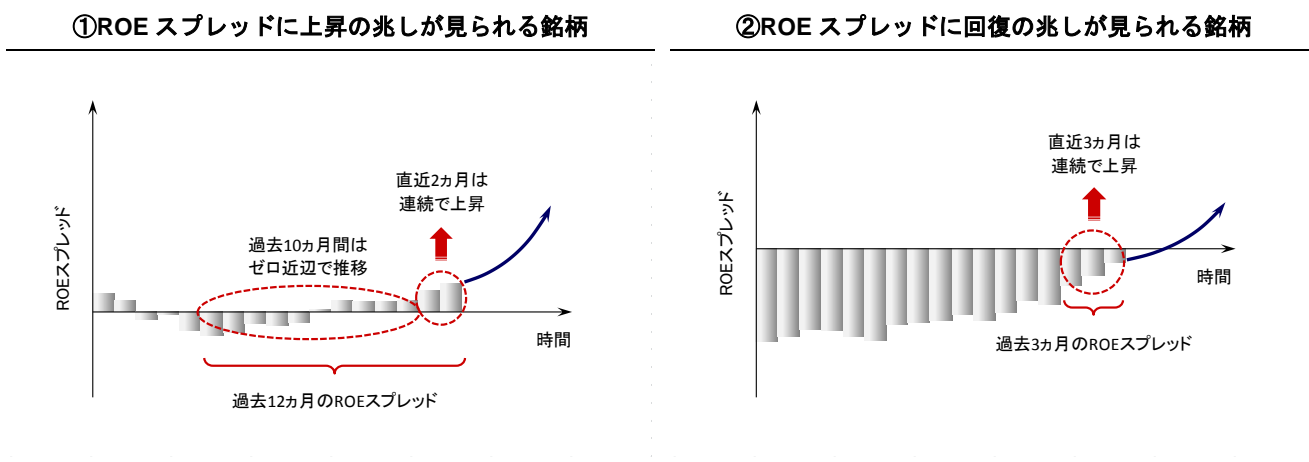
①ROEスプレッドに上昇の兆しが見られる銘柄(図表B-①)

過去12カ月のうち、2カ月前までの過去10カ月間でROEスプレッドがゼロ近辺で推移してきた銘柄の中から、同スプレッドが2カ月連続で上昇してきた銘柄を抽出する。その際、スプレッドの上昇がROEの上昇を伴ったものであることを担保するため、予想ROEの上昇も考慮する。

②ROE スプレッドに回復の兆しが見られる銘柄(図表 B-②)

マイナスで推移していた ROE スプレッドが直近 3 ヶ月でゼロ近辺まで回復してきた銘柄をピックアップする。その際、(前項と同様に)ROE スプレッドの上昇が ROE の上昇を伴ったものであることを担保するため、予想 ROE の上昇も考慮する。

図表 B : スクリーニング(2)のイメージ



出所 : MUMSS 作成

(3)最後に、弊社セクターアナリストの定性情報を活用して銘柄の絞り込みを行う。

Appendix A

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：グリー、エスペック、タムロン、川崎汽船

MUMSS及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の0.5%超を保有しています：グリー、エスペック、タムロン、川崎汽船

上記保有開示について、上場から1ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS及びその関連会社等は今後3ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：グリー、エスペック、タムロン、川崎汽船

三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合

Neutral (N) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合

Underweight (UW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy 絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合

Hold 絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合

Sell 絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布 (2018年1月9日付)

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	35.7%	37.2%
Hold (Neutral, Hold)	58.4%	29.9%
Sell (Underweight, Sell)	3.5%	18.8%
その他	2.4%	18.2%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」(個別銘柄)と「Buy」(中小型株)の合計、「Hold」は「Neutral」(個別銘柄)と「Hold」(中小型株)の合計、「Sell」は「Underweight」(個別銘柄)と「Sell」(中小型株)の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSSは、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS 及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS 及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS の役員（以下、会社法（平成 17 年法律第 86 号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

MUMSS のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しています。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

本レポートの開示情報は以下のリンクにある WEB ディスクローチャーよりご参照ください。
<https://www.er.sc.mufg.jp/disclosure/disclosure.php>

免責事項

本レポートは、MUMSS が、本レポートを受領される MUMSS 及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内で MUMSS に言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSS は株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG については投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSS が公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS 及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSS は本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。MUMSS は関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS ・その他 MUFG 関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供もしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域: 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority (ブルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」)と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client (プロ投資家) 又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家) を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されるべきではありません。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家) に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」。電話番号: +1-212-405-7000) により配布されます。MUSA は、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUSA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されております。MUSA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUSA の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUSA の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っていません。本レポート内 (添付文書を含む) の税金に関する記述は MUSA 及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS (電話番号: 03-6627-5340) が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」)。電話番号: +65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore (シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条: 一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条: ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条: ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港: 本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(ASIA)」)。電話番号: +852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)は Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(ASIA)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)は ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUSA により配布されます。MUSA は international dealer exemption の措置により次の各州、準州において金融取引業者としての登録を免除されています: アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドール州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。MUS(EMEA) は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています: アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国 (中華人民共和国「PRC」を意味し、PRC の香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く)において、複製・発行・配布されてはなりません (ただし、PRC の適用法令に準拠する場合を除きます)。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.404% (税込み) (ただし約定代金 193,000 円以下の場合には最大 2,700 円 (税込み)) の手数料が必要となります。

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127

東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部

Tel.03-6627-5340 Fax.03-6627-5344

本レポートの内容に関する追加・補足情報はご希望に応じて提供いたします。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336号

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会