

2026年3月31日 全10頁

# グローバル基準での資本効率格付け

## 株主・エクイティ投資家目線でみた新指標での評価

コーポレート・アドバイザー一部 主席コンサルタント 太田 達之助  
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 大泉 幸子  
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 上原 彩佳  
コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 河野 暁之

### [要約]

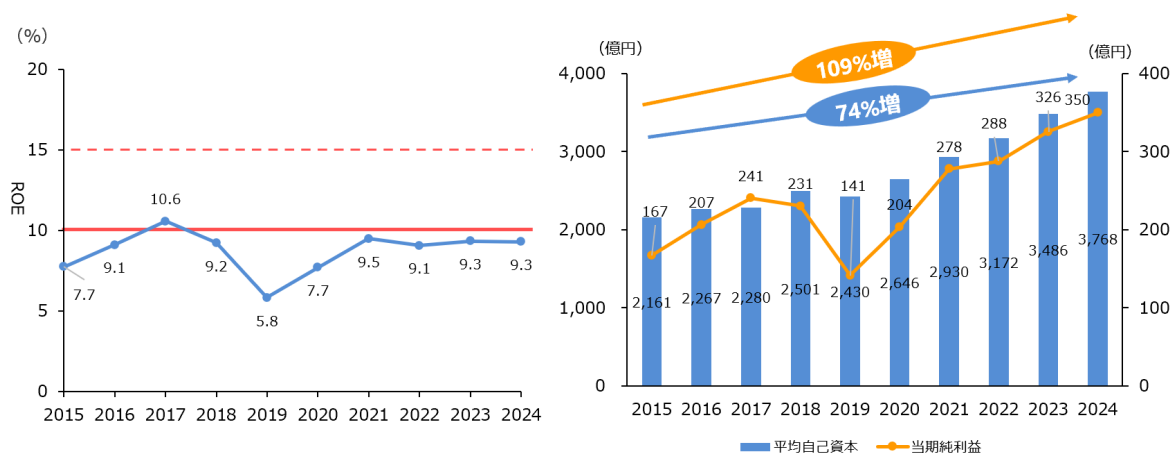
- 日本企業にも資本コストや株価を意識した経営が定着しつつあるが、資本効率の国際比較を行うと日本企業の平均的な ROE は依然として低水準にとどまっている。
- 過去 10 年間で日本企業の利益は倍増したが、平均 ROE は 7.7% から 9.3% へと 1.6% ポイント上昇しただけである。高水準の内部留保によって ROE の分母である株主資本等も大きく増加したことが主因である。仮に、過去 10 年間における日本企業の株主資本等の増加率が米国企業並みに低かったとしたら、2024 年度の平均 ROE は 14.2% になっていたことになる。
- 日本企業が資本効率を重視していない要因として、長らく株式持ち合い構造によって株主やエクイティ投資家からのガバナンスが機能してこなかったことが挙げられる。日本企業に資本効率向上を促すためには、ROE や TSR (株主総利回り) などエクイティ投資家目線での評価指標がより強く意識されるようになることが望ましい。
- 今回大和総研では、ROE と TSR をベースとしてグローバル基準で企業を評価する「DIR 資本効率格付け」を試算した。この新たな指標は、日米欧約 1,600 社を母数に、過去一定期間の ROE と TSR の実績値を修正偏差値でスコア化し、将来性を考慮した形で一部資本政策の評価を加味して算出している。
- 分析対象とした企業群の ROE 中央値は約 13% であり、日本企業の平均値および中央値を大きく上回っているため、日本企業の資本効率格付けは欧米企業から劣後する結果となった。
- 日本企業の外国人株主比率は増加しており、グローバル目線での経営が期待されている。加えて、アクティビスト投資家や海外企業等による同意なき買取りリスクに晒されている。グローバル目線での資本規律が求められている中、日本企業が財務安全性を示す債券格付けと同等に資本効率格付けも意識し、財務安全性と資本効率のバランスの取れた財務運営を行うことを期待したい。

## 1. ROE10%超えを阻む株主資本等の増加

最近、「日本企業の株主還元は過剰ではないか」という議論が一部で見られる。確かに伸び悩んでいる人件費や国内設備投資<sup>1</sup>と比較すると、日本企業の株主還元の水準は大きく伸びている。しかし、日本企業の株主還元の水準自体をグローバルに比較すると、依然として低水準にとどまっている。

東証プライム上場企業の利益水準は過去10年間で倍増しているが、ROEの改善幅は約1.6%にとどまっている。高水準の内部留保によってROEの分母である株主資本等が74%も増加しているからである。その結果、ROE10%ラインの壁をなかなか超えることができないのである。<sup>2</sup>

(図表1) 日本企業のROE推移



注：東証プライム取引所に上場している日本企業（金融除く）

注：左図ROEは取引所全体の合計当期純利益、期首期末平均自己資本から算出

注：右図平均自己資本、当期純利益は取引所内の平均値

出所：Quick Astra Manager より大和総研作成

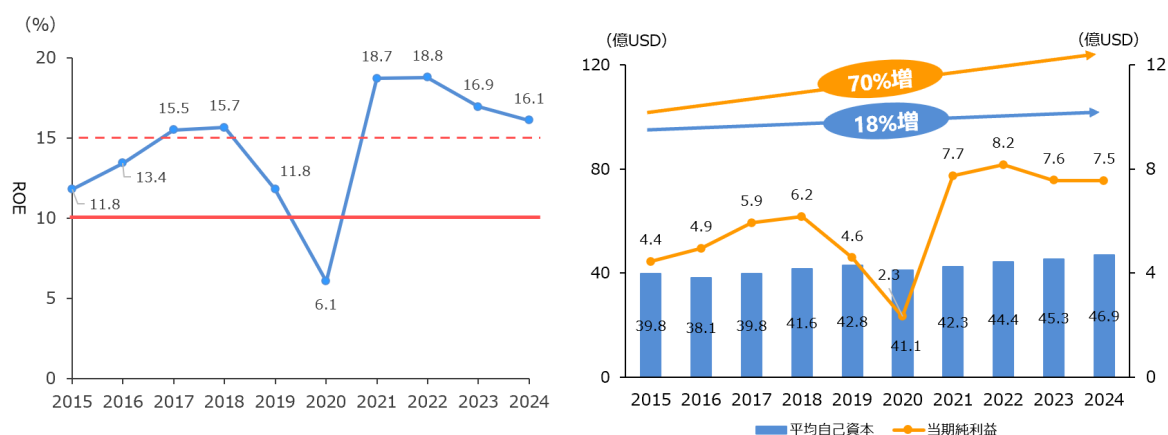
<sup>1</sup> 「賃金・人的資本に関するデータ集」令和3年11月内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局

[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/kaigi/dai3/shiryoul.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai3/shiryoul.pdf)

<sup>2</sup> 「ROEの持続的向上のための資本規律の重要性」(2025年05月02日) 太田達之助 上原彩佳 参照

[https://www.dir.co.jp/report/consulting/capital\\_markets\\_oriented\\_corporate\\_finance/20250502\\_025068.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/capital_markets_oriented_corporate_finance/20250502_025068.html)

(図表 2) 米国企業の ROE 推移



注：ニューヨーク取引所に上場している米国企業（金融除く）

注：左図 ROE は取引所全体の合計当期純利益、期首期末平均自己資本から算出

注：右図平均自己資本、当期純利益は取引所内の平均値

出所：SPEEDA より大和総研作成

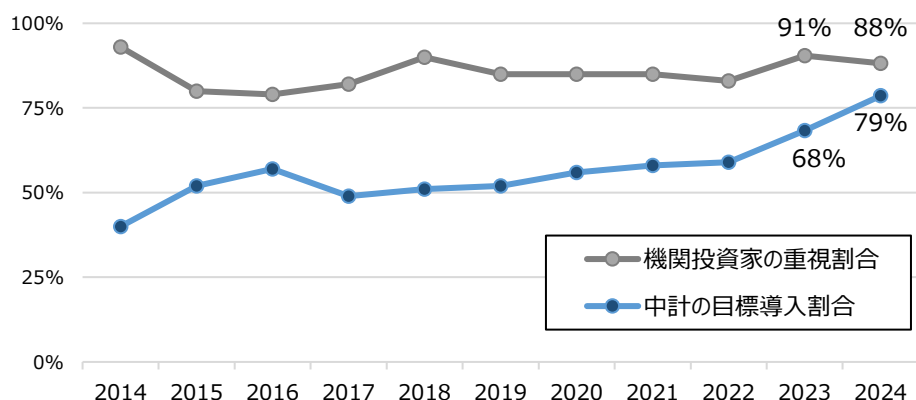
ニューヨーク証券取引所上場の米国企業を対象に、当期純利益と株主資本等の推移をみると、当期純利益は70%増加しているが、積極的な株主還元を行うため株主資本等は18%の増加にとどまっており、利益の増加額ほど株主資本等が増加していないことがわかる。その結果、米国企業は高水準のROEを維持している。

仮に、過去10年間における日本企業の株主資本等の増加率が米国企業並みに低かったとすれば、2024年度の平均ROEは14.2%になっていたことになる。逆に、過去10年間の米国企業の株主資本等の増加率が日本企業並みに高かったと仮定すると、2024年度の米国企業の平均ROEは11.0%にとどまっていた。日本企業の収益力が高まる中で、日米企業のROE格差において、ROEの分母である株主資本等の増加率の要因が大きくなってきているのである。

## 2. 日本企業の ROE 目標に対する意識

ROE を経営目標に掲げる企業は多い。特に、2023 年に東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」を公表してからは、中期経営計画において ROE 目標を開示している企業が急増している（図表 3）。

（図表 3） ROE に関する投資家と経営者の意識



出所：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果」より大和総研作成

ところが ROE 目標の水準は、グローバル基準では低いレベルである 8～10%に集中しており、実績の ROE より低い水準の ROE 目標を開示しているケースも相当数存在している。<sup>3</sup>

その背景には、平均値を少しでも上回ってあげればよいとする日本企業特有の横並び意識が存在していると考えられる。日本企業の平均 ROE が 10%を超えて上昇するためには、個々の企業がより高い目標設定を行うことが求められる。

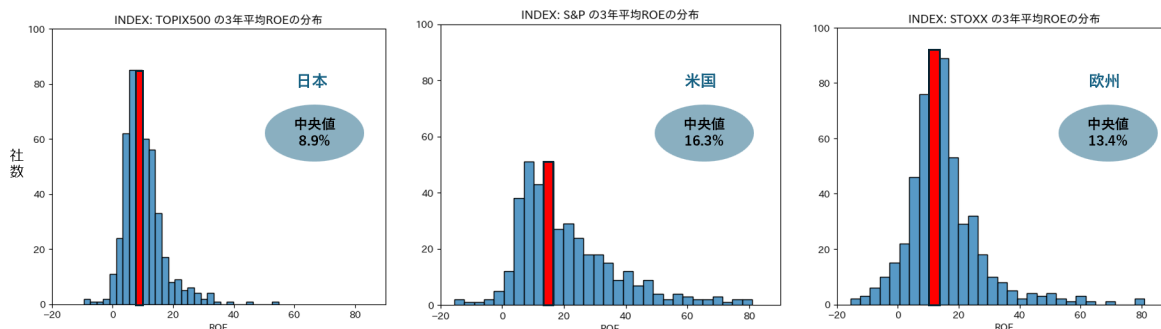
TOPIX500、S&P500、STOXX600 に採用されている 1,600 社を対象に、過去 3 年平均の ROE 実績を集計して比較したのが図表 4 である。

TOPIX500 の ROE 中央値は 8.9%で、約 60%の企業が 10%未満である。一方、S&P500 の ROE 中央値は 16.3%、STOXX600 の ROE 中央値は 13.4%である。日本では「ROE10%以上であれば合格」という見方が一般的であるが、欧米企業で ROE10%未満の企業は下位 30%と低い水準で、合格ラインには程遠い。グローバル基準での合格ラインは 15～20%といえるのではないかな。

<sup>3</sup> 「ROE 目標の不思議」（2023 年 12 月 14 日）太田達之助 参照

[https://www.dir.co.jp/report/consulting/capital\\_markets\\_oriented\\_corporate\\_finance/20231214\\_024142.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/capital_markets_oriented_corporate_finance/20231214_024142.html)

(図表 4) 日米欧の ROE 分布



注：S&P500, STOXX600, TOPIX500 のうち、上下 1% を除外した分布  
出所：Bloomberg より大和総研作成

### 3. エクイティ投資家目線による新たな評価指標

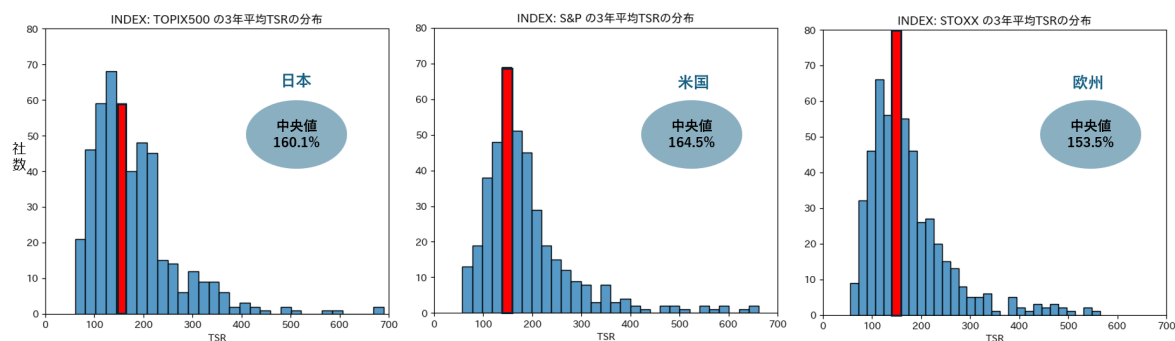
日本企業が資本効率を重視してこなかった要因として、長年の株式持ち合い構造によって株主やエクイティ投資家からのガバナンスが十分に機能してこなかったことが挙げられる。

日本企業に資本効率向上を促すためには、ROE や TSR (Total Shareholder Return: 株主総利回り) などエクイティ投資家の視点での評価指標がより強く意識されるようになることが望ましい。

株式投資によって得られた総収益 (配当とキャピタルゲインの合計額) である TSR を日米欧で比較 (5 期間の TSR の 3 期平均) すると図表 5 のような結果となった。全体の中央値は+159% で、米国 (+165%) > 日本 (+160%) > 欧州 (+153%) であり大きな差はない。

資本効率では欧米に見劣りする日本企業であるが、図表 1 で分析したように日本企業の増益率が高いため、分析期間の投資収益率では欧米企業と同等の水準となっている。

(図表 5) 日米欧の TSR 分布



注：S&P500, STOXX600, TOPIX500 のうち、上下 1% を除外した分布

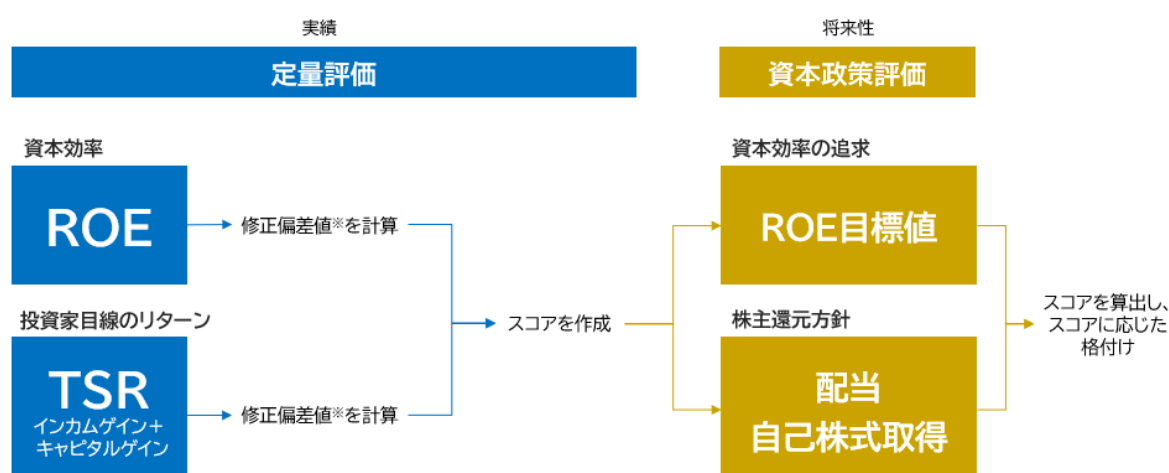
注：TSR は 5 期間のものを使用

出所：Bloomberg より大和総研作成

今回大和総研では、ROE と TSR をベースとして、グローバル基準で企業を評価する「DIR 資本効率格付け」を試算した。この新たな指標では、まず過去一定期間の ROE と TSR の実績値をスコア化（※スコアは概ね 50 を中心とする正規分布となるよう調整した値）している（図表 6）。

日本企業のスコアは 40～50 のレンジに集中しており、グローバル基準では劣後する結果となっている（図表 7）。

（図表 6）「DIR 資本効率格付け」の概念図

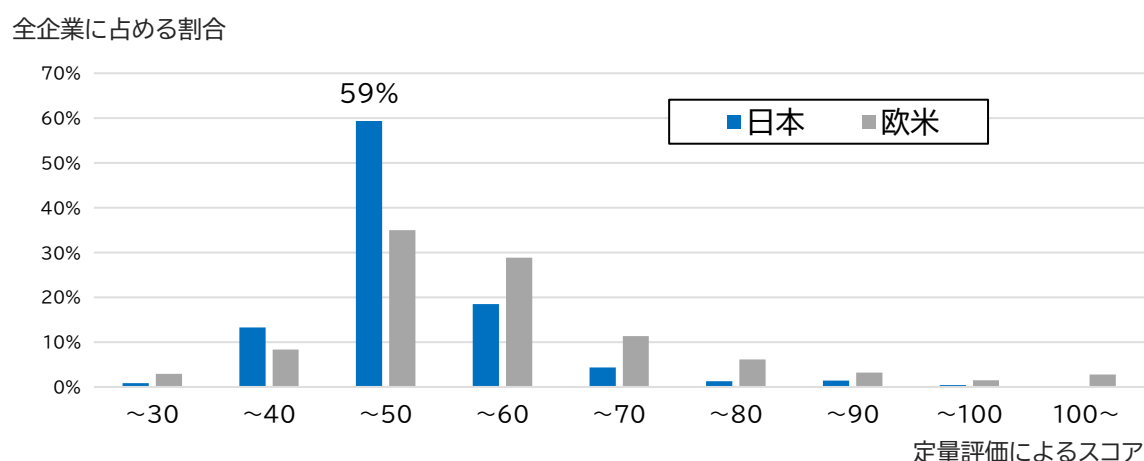


注：資本政策評価については日本企業のみ対象

注：修正偏差値は、上下 5%を除いて算出した値。概ね 50 を中心とする正規分布となる

出所：大和総研

（図表 7）日本と欧米のスコア分布



注：日本は TOPIX500、米国は S&P500、欧州は STOXX600 の採用銘柄

出所：大和総研

この ROE と TSR による定量評価に、日本企業については資本政策評価を加味し、最終スコアを算出した。資本政策評価を加味した理由は、「国際的に評価される水準の資本政策を掲げている」

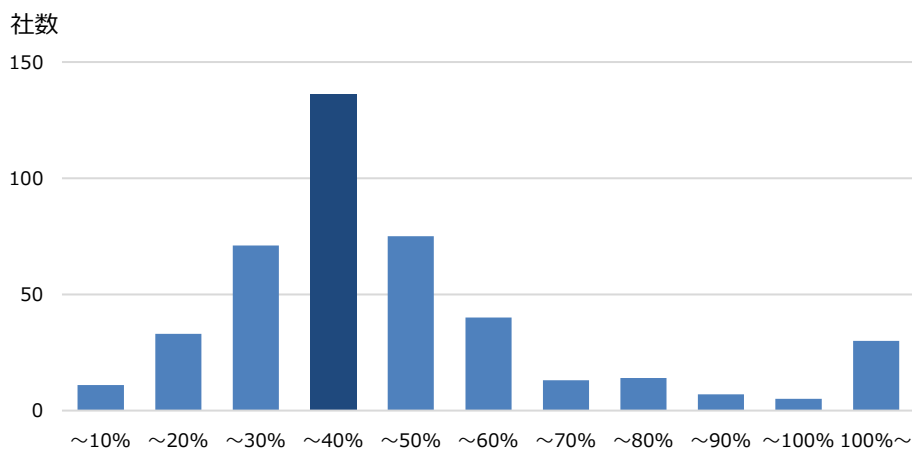
るか」という視点での点数調整をすることによって、各企業の資本効率に対する姿勢が評価対象となり、将来性も含めた資本効率が反映されると考えたためである。

資本政策で評価するポイントは、目標 ROE の設定状況と株主還元方針に大別される。

目標 ROE の設定状況においては、「実績 ROE と目標 ROE の差異」と「目標水準」を組み合わせで評価をしている。10%以上、15%以上という一定程度評価される目標を掲げ改善を進めている企業は、将来的な資本効率向上が見込めるため、プラス評価としている。特に ROE の目標値をグローバル基準といえる 15%以上に設定している企業には比較的大きな加点を行っている。一方で、ROE 目標値が実績より低い企業は、資本効率向上に対する取組姿勢が弱いと判断し、マイナス評価にしている。

日本企業の株主還元方針の問題点は、企業の成長ステージや財務内容等に関わらず、多くの企業が横並びの還元策を実行していることである。配当政策に関しては、図表 8 のように配当性向 30~40%のゾーンに集中し、自己株式取得の実施額は、図表 9 のように時価総額の 1%以下に集中している。

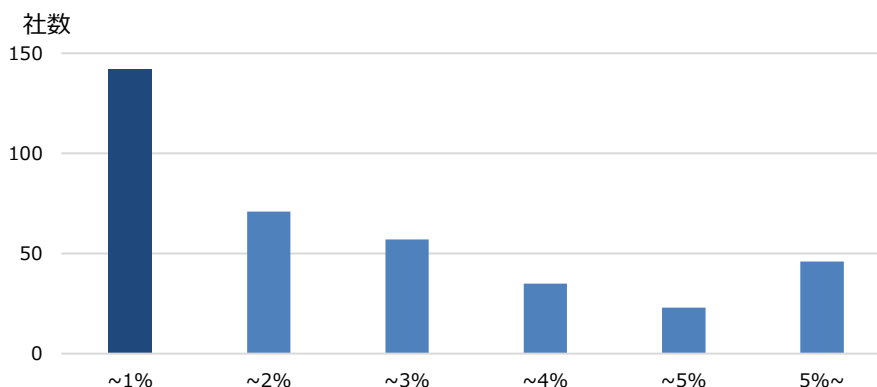
(図表 8) TOPIX500 の配当性向分布



注：2026年3月時点の直近年度の値。金融を除く

出所：Quick Astra Manager より大和総研作成

(図表 9) TOPIX500 の自己株式取得の分布



注：2024年4月期～2025年3月期における自己株取得額／年度末時価総額

注：自己株式の取得をしていない企業は集計対象から外している

出所：Quick Astra Manager より大和総研作成

株主還元方針においては、他社との横並びではなく、資本効率の向上とあるべき資本構成の実現に向けた「資本のコントロール」の意識があるかどうかポイントになる。

S&P500 構成銘柄のうち、配当貴族と定義される 25 年連続増配企業は 69 社で、10 年連続増配企業は 200 社程度。成熟企業における連続増配は、世界基準ではスタンダードである。したがって、データ分析期間において継続的に増配している企業を世界基準での株主還元姿勢として評価することとした。

自己株式取得については、一般的に年間発行済株式数の 2～3%以上を実施すると株価インパクトが大きくなると言われているので、「5 年で時価総額の 10%以上」が企業価値向上に向けた明確な意図があるレベルと考えてプラス評価を行っている。

#### 4. 日本企業の格付け分布状況

DIR 資本効率格付けにおいては、「A」以上がグローバル基準で一定の評価が得られる水準となるように、また「A」「BBB」がボリュームゾーンになるように、図表 10 に示す閾値を設定して、「AAA」から「C」までの 7 段階の格付けで企業を分類することとした。

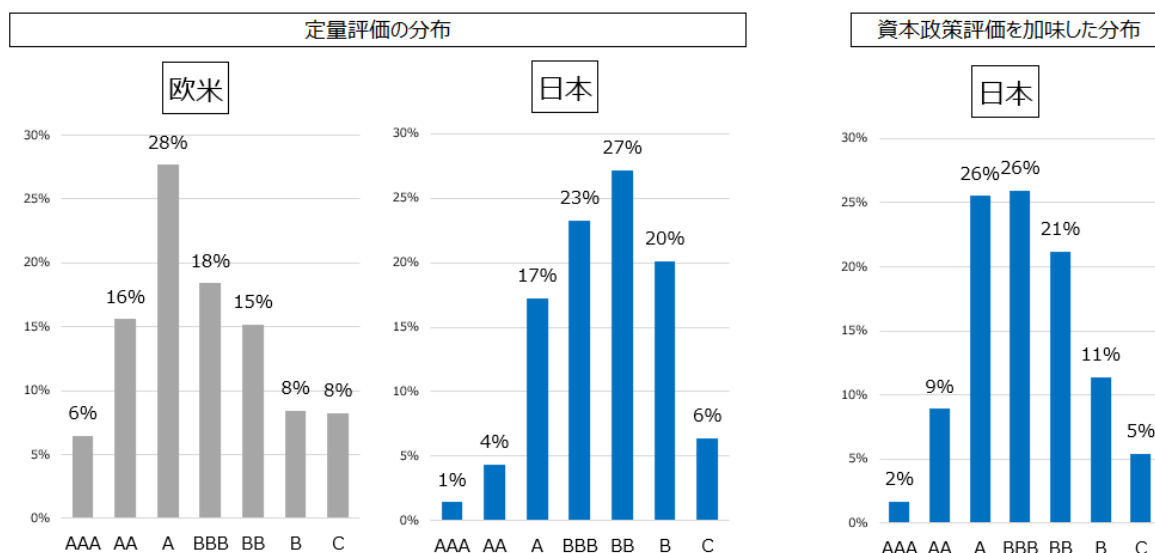
定量評価では、海外企業の 50%以上が A 以上のゾーンに入る一方で、日本企業で A 以上のゾーンに入る企業は 22%にとどまった。逆に、BB 以下のゾーンには日本企業の 53%が属する結果となった。定量評価では、海外企業の 50%以上が A 以上のゾーンに入る一方で、日本企業で A 以上のゾーンに入る企業は 22%にとどまった。逆に、BB 以下のゾーンには日本企業の 53%が属する結果となった。

(図表 10) 格付けの閾値

格付け	スコア
AAA	83 以上 ~
AA	62 以上 ~ 83 未満
A	51 以上 ~ 62 未満
BBB	46 以上 ~ 51 未満
BB	42 以上 ~ 46 未満
B	38 以上 ~ 42 未満
C	~ 38 未満

出所：大和総研

(図表 11) 格付け結果の分布



出所：大和総研

今回は個別企業の格付け結果は公表していないが、AA 以上の高い格付けとなった日本企業には、半導体関連を中心にここ数年で大きく業績を伸ばした企業群が並ぶ。一方、BB 以下の低格付けゾーンには、業種を問わず資本市場に対して後ろ向きの姿勢が垣間見える企業が名を連ねる結果となった。

日本企業の外国人株主比率は増加しており、グローバル目線での経営が期待されている。それに加えて、日本企業もアクティビスト投資家や海外企業等の同意なき買収リスクに晒されている。グローバル目線での資本規律が求められている中、財務安全性と資本効率のバランスの取れた財務運営をすることが求められている。今後、日本企業が財務安全性を示す債券格付けと同等に資本効率格付けも意識し、バランスの取れた財務運営を行うことを期待したい。

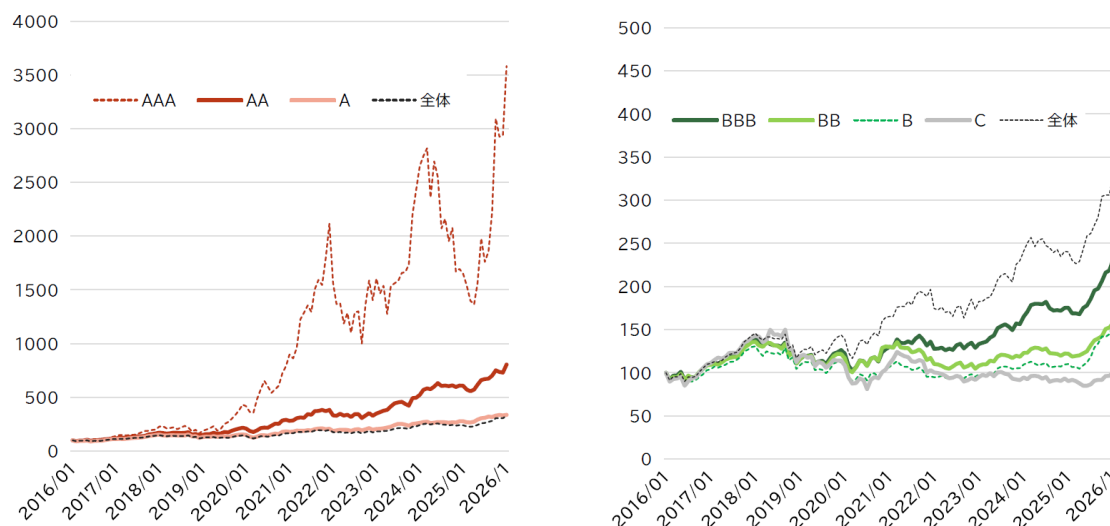
## 5. 資本効率格付けと株価パフォーマンス

資本効率格付け別の過去10年間の株価パフォーマンスを確認すると、図表12の通りである。資本効率格付けの評価項目に含まれるTSRが一定の影響を与えているとは言え、格付けと株価パフォーマンスとの間には、比較的強い相関関係が確認される。市場全体との比較でみると、格付けA以上が市場平均を上回るパフォーマンスを示している。

資本効率格付けは、エクイティ投資家の視点で企業を評価したものであるため、格付けが良好な企業ほど高い株価が形成される傾向があると考えられる。逆の見方をすれば、資本効率格付けは企業の経営者だけでなく、投資家にも参考になるはずである。

今後、資本効率格付けについて継続的に更新するとともに、株価パフォーマンスとの関連についても調査を継続する予定である。

(図表12) 格付けごとの株価推移



注：2026年1月末のTOPIX500対象銘柄のうち、格付け可能なデータが取得できる銘柄を対象としている  
出所：大和総研

—以上—