

野村証券
クオンツ・リサーチ部
清水 康弘・大塚 小百合

設備・人材投資に注目した新指数(野村企業価値分配指数)

日銀は昨年12月の金融政策決定会合において、新たに年間3000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買い入れると発表しました。当社では、様々なステークホルダーへの還元を積極的に行っている企業に着目した新指数「野村企業価値分配指数」を開発し、今年5月には日銀が買い入れる設備・人材投資ETFの連動対象指数として適格認定を受けました。本稿では、この新指数のコンセプトとパフォーマンスについてご紹介します。今年6月末時点において、本指数に連動するETFなど計6本の設備・人材投資ETFが東証に上場しています(純資産額は合計で約850億円)。今後、これらのETFの残高拡大によって設備・人材投資を積極的に行う企業が後押しされ、それが日本経済の活性化につながっていくことが期待されています。

様々なステークホルダーへの還元注目

近年、経営者の株主に対する責任に関する議論の高まりを受けて、株主重視の経営が注目されてきました。増配や自社株買いに対する市場からの要望や、伊藤レポートで言及された「日本型ROE経営」、ROEを採用基準の一つとするJPX日経インデックス400の算出開始などは、そのような流れの一環と言えるでしょう。

株主重視経営の背景の一つには、株主を重視することで結果的に他のステークホルダーも恩恵を受けるといった考え方があります。株主に帰属する純利益は他のステークホルダーが利益を享受した後の残余部分であるので、株主を重視した経営により企業が利益を上げるということは、その過程において他のステークホルダーも利益を得られているはず、という考え方です。

このような背景もあり議論の高まってきた株主

重視経営ですが、同時に短期的な株主重視経営の弊害も指摘されています。過度なリストラや賃金カット、近年話題になることが多いブラック企業問題などは、その極端な例と言えるでしょう。これらは、優秀な人材の離職やレピュテーションリスク、さらには法的・コンプライアンスリスクなどにより、企業価値の毀損につながる可能性があります。このように短期的な株主重視経営は、企業価値にとってマイナスとなる可能性があります。逆に、株主以外のステークホルダーも明示的に重視することにより、結果的に企業価値を高められる可能性もあるでしょう。

このような理由から、野村企業価値分配指数では、株主だけでなく様々なステークホルダーを重視し積極的な還元を行っている企業に注目しました。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

経営者の裁量が大きい還元項目を利用

様々なステークホルダーへの還元項目の中には、経営者の裁量が大きいものと大きくないものがあります。例えば、政府への還元項目と言える法人税に関しては、経営者が裁量をほとんど持ちません。また、原材料費も主に商品の売上に伴って増えるものであり、経営者の裁量はそれほど大きくないでしょう。これに対して、設備投資・研究開発費、従業員の雇用や給与(人件費・労務費)などの人材投資、配当などは、より大きな裁量が経営者にあると考えられます。還元という観点からは、これらは取引先や従業員、株主への還元、さらに設備投資や研究開発は将来のステークホルダー全般への還元だとみなすことができます。これらはさらに大きく経済全体への還元ということもできるでしょう。野村企業価値分配指数は、このような経営者の裁量が大きい還元項目である設備投資・研究開発(将来のステークホルダーや取引先への還元)、人材投資(従業員への還元)、配当(株主還元)に注目しました。これらの項目で適切な還元政策を行うことにより、様々なステークホルダーとの良好な関係が維持され、将来の企業価値および株価の上昇に

つながる可能性があると考えられます。

しかしながら、設備投資・研究開発や人材投資は、企業にとって費用であり、過剰な投資・還元は利益を損ねることにつながる恐れもあります。企業および経営者の最終的な目的・責務は利益を上げることであることを踏まえると、収益性についても確認する必要があるでしょう。経営者の責務および株主還元という観点からも、株主に帰属する純利益は確認すべきポイントの一つです。また、今回注目する還元項目である人材投資(人件費・労務費)や設備投資・研究開発費は最終的には売上原価および販管費として費用計上されることを考えると、それらを控除した後の利益である営業利益の収益性も一つの確認点といえるでしょう。

純利益や営業利益の観点から収益率が高く、かつ様々なステークホルダーに適切な還元(投資)を行っている企業は、各ステークホルダーとの良好な関係を通して中長期的な企業価値が向上する可能性が高いと考えられるでしょう。野村企業価値分配指数は、図表1に示した9つのファクターを用いることでそのような企業が採用されるようにデザインされています。

図表 1 使用ファクターリスト

カテゴリー	使用ファクター	加工方法
収益性・株主還元	純利益総額	過去3期合計
	総資産利益率(営業利益ROA)	過去3期平均
	株主資本配当率(DOE)	過去3期平均
従業員への還元	人件費総額	過去3期合計
	売上高人件費増減額率	過去3期平均
	従業員数増減率	過去3期平均
将来のステークホルダーおよび取引先への還元	設備投資・研究開発費 総額	過去3期合計
	総資産設備投資・研究開発費率	過去3期平均
	総資産設備投資・研究開発費率の増減幅	過去3期平均

(注) 過去3期平均の計算においては、直近をより大きく反映するために、前期:2 期前:3 期前 = 3:2:1 の比率で加重平均している。

(出所) 野村證券

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

定量的な総合スコア上位300銘柄から銘柄選択

野村企業価値分配指数は、国内の全上場普通株式のうち、収益性と還元度の観点による総合評価(総合スコア)の上位銘柄を組み入れた時価総額加重型(ウエイト上限3%)の指数です。銘柄入替は年1回8月に行われます。

具体的な銘柄選択手順としては、1)全上場銘柄の中から時価総額および信用力(債務超過でないなど)の基準を満たした約1000銘柄を対象に収益性と還元度の総合スコアを算出、2)総合スコア上位300銘柄を選定、3)流動性基準による最終スクリーニング、という流れとなります。

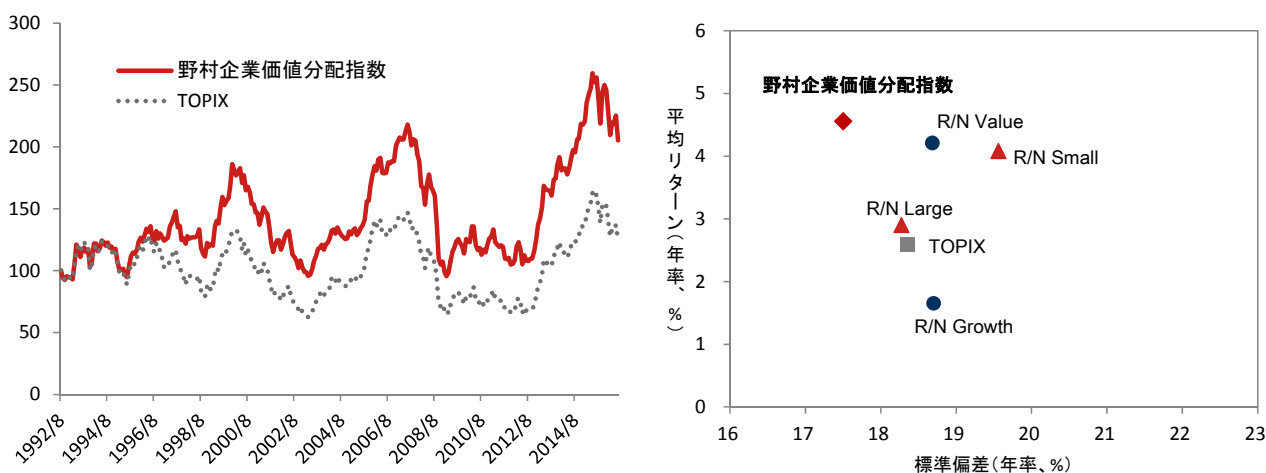
ここで、収益性と還元度のスコアは、指数のコンセプトを適切に反映できるように、「収益性・株主還元」、「従業員への還元」、「将来のステークホルダーおよび取引先への還元」、の3つの観点から図表1に示した定量的な9つのファクターを用いて計算されます。総合スコアの高い銘柄(すなわち各ファクターの順位の平均値が小さい銘柄)を選択することにより、高い収益性を上げながら積極的な投資・還元を行っている企業を抽出できると考えています。なお、市場の流動性が極端に

低下した場合にも指数が安定的に算出されるように、選定銘柄数が100未満の場合には、スコアの基準を緩和することにより最低100銘柄は採用されるような特別ルールが導入されています。したがって、銘柄数は100銘柄以上300銘柄以下で変動することになります。このような手順で選定された銘柄を浮動株調整時価総額ウエイトで組み入れます。その際、入替基準日における指数構成ウエイトに3%の上限を付けることにより、大型銘柄への投資配分が過大とならないように配慮しています。

新指数はTOPIXを穏やかにアウトパフォーム

図表2に1992年8月末以降の指数パフォーマンスを示しました。新指数の年率平均リターン(配当込み)は4.56%であり、配当込みTOPIX(年率2.59%)を穏やかにアウトパフォームしてきました。また、リターンの標準偏差はTOPIXよりやや低く、本指数に投資することでTOPIXより低リスクでTOPIXを上回るリターンを獲得できたことが確認できます。さらに、Russell/Nomuraの各スタイル指数と比較しても低リスク・高リターンと

図表2 野村企業価値分配指数のパフォーマンス



(注) リターンは月次配当込みリターンを使用。分析期間は1992年9月から2016年6月。2001年8月末以降は公式指数値を、それ以前は月次リターンベースの試算値を用いている。R/NはRussell/Nomuraの略。取引コストは考慮していない。過去のデータに基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保障するものではない。

(出所) 野村証券

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

なっています。

収益性が高く、かつ積極的な投資・還元を行っている企業では、穏やかで安定的な企業価値の向上が観測されてきたといえるでしょう。また、近年日本政府の成長戦略の一環として推し進められているコーポレート・ガバナンス改革においては、企業と投資家が「目的を持った対話」によって中長期的な企業価値向上を目指すべきと掲げられています。過度に短期的な利益の追求ではなく、様々なステークホルダーへの積極的な還元

政策を行おうとする企業の投資魅力が認識される機会は、今後ますます増えていくと考えられます。野村企業価値分配指数がそのような企業への投資の一助となれば幸いです。

※野村企業価値分配指数に関する詳細な情報については以下の当社証券市場インデックスのウェブサイトから取得できます。

(<http://qr.nomura.co.jp/jp/neva/index.html>)

— 次号のお知らせ —

次号は

8月8日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。