

ROE改善銘柄に注目

日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型) 愛称 スマートジャパン
追加型投信/国内/株式

2021年7月30日

新型コロナウイルスの感染拡大が長期化する一方、ワクチン接種の進展で経済の先行き不透明感が後退しているため、株式市場では物色の矛先が徐々に変わりつつあります。当レポートでは、当期の基準価額や運用状況に加えて、ROEを切り口にした銘柄選別の考え方や具体的な投資銘柄をご紹介します。

1. 株式市場と基準価額の状況

当期(2021/4/7~)の国内株式市場は、3月半ばまでの大幅な上昇を受けた利益確定売りの広がりや、新型コロナウイルスの感染拡大による経済活動規制の長期化懸念などから上値の重い展開が続いています。外国為替市場は、米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げのタイミングが早まるとの見方から、7月初旬にかけて円安ドル高が進みました。[図表1]このような市場環境の中、当ファンドの基準価額は、米ドル投資型、円投資型ともに10,500円から11,500円強のレンジ内での動きが続いており、市場全体の動きを表すTOPIXと同様に上値の重い展開が続いています。[図表2]

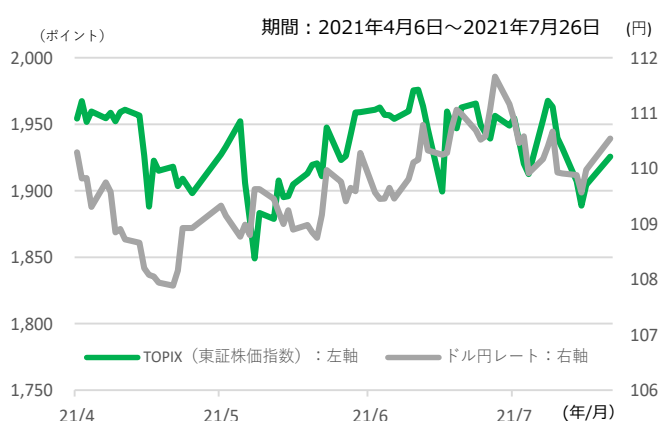
2. 運用状況 注目点は水準から変化へ

前期は、新型コロナウイルスの感染拡大により不透明な外部環境が続いていたことから、ROEの水準が高く、景気停滞が長期化しても比較的堅調な業績が見込めると判断した優良成長株を中心とした運用を行いました。当期に入ってから、ワクチン接種の進展により景気の先行きに対する不透明感が弱まりつつあることから、今後の株式市場の注目点が短期的な業績の安定性から中長期的な企業の変化や成長性へと移ると想定しています。当ファンドにおいても、ROEの水準が高い優良成長株から経営戦略の効果により持続的なROEの改善が期待される銘柄への入替えを進めています。

3. ROEについて

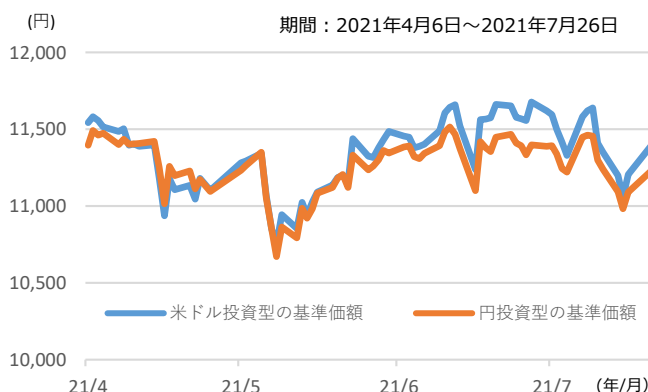
ROE(自己資本利益率)は、その会社が株主の資金を運用してどれだけ効率的に利益を上げることができているかを示す指標です。ROEは、税引後の当期純利益(分子)を自己資本(分母)で割ることで求めることができます。企業の稼ぐ力と株主への利益還元の両方の要素を含んだ財務指標であることから、投資家が経営効率の高い投資対象を選別する指標として近年株式市場において注目が高まっています。

【図表1】 TOPIXと為替レートの推移



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

【図表2】 基準価額の推移



※グラフは過去の実績であり、将来の成果を示唆または保証するものではありません。

(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

**日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型) 愛称 スマートジャパン
追加型投信／国内／株式**

4. ROEの改善方法

ROEを上昇させるためには、分子である純利益を増加させるか、もしくは、分母である自己資本を減らす必要があります。理論的には純利益を増加させ、自己資本を減少させれば、ROEは大きく上昇させることができますが、持続的にROEの水準を上昇させることは容易ではありません。[図表3]

(1) 純利益を増加させる。

単年度であれば資産売却などで純利益を大きく増加させることはできますが、継続的な増加には売上高の増加や収益性の改善が重要になります。既存の経営戦略の延長では純利益を大きく増加させることが難しいケースは多く、ROEの上昇を経営目標に掲げる企業の中には、低収益事業の撤退・売却、新規事業の創出や成長事業への集中投資など、それまでのビジネスモデルを変えるような大胆な経営判断を行う企業も少なくありません。

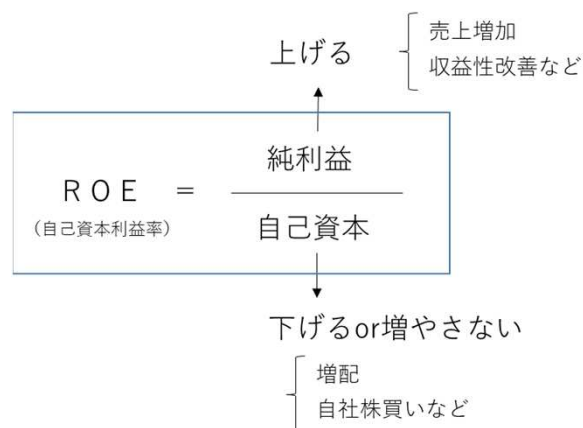
(2) 自己資本を減らす。

自己資本を減らす方法として増配や自社株買いなどの株主還元が挙げられます。株主還元は積み上がった余剰な資金を取り崩す手段として有効ですが、過度な株主還元は企業の安全性が損なわれる可能性があることから、財務の健全性のバランスを見ながら行うことが求められます。

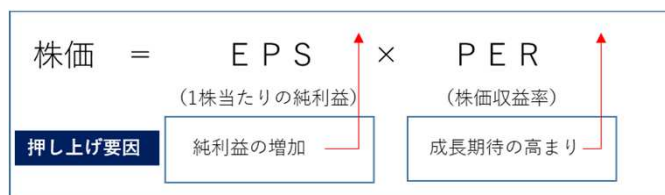
5. ROE改善で株価上昇

ROEと株価には直接的な因果関係はありませんが2つの観点からROEの改善が、株価上昇につながる可能性が高いと考えています。そもそも株価を利益の視点から分解すると、EPS(1株当たりの純利益)とPER(株価収益率)の2つの要素に分けることができます。[図表4] 1つ目として、ROEの改善方法で挙げた純利益の増加は直接的にEPSの増加を意味するため、株価を押し上げる要因になります。2つ目にPERですが、PERは現在の株価が企業の利益に対して何倍の価値があるかを示す指標であり、利益から見た株価の割安性を判断する指標です。そのPERは企業のビジネスモデルや業種によって水準が異なりますが、一般的に成長期待が高い企業はPERが高い傾向にあります。[図表5] 継続的にROEを改善する過程で行われる高成長事業への投資や低収益事業の撤退などの経営判断は将来的な成長への見通しを高めるものが多く、PERを高める効果があると考えています。以上のことからROE改善は、EPSとPERの両方の上昇に寄与し、結果として株価上昇につながると考えています。

【図表3】 ROEの改善について



【図表4】 利益から見た株価の要因分析



【図表5】 業種別のPER水準の比較

業種	PER	業種	PER
不動産	14.0	運輸・物流	25.1
医薬品	17.5	金融(除く銀行)	9.9
商社・卸売	9.8	鉄鋼・非鉄	8.4
小売	23.2	銀行	8.2
建設・資材	11.3	電力・ガス	11.1
情報通信・サービス他	17.9	電機・精密	22.3
機械	19.1	食品	18.7
素材・化学	17.7	ICT・IT・資源	7.0
自動車・輸送機	11.3		

※データは東証業種別株価指数のTOPIX-17シリーズの
2021年度予想PERを参照

(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、「日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

**日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型) 愛称 スマートジャパン
追加型投信／国内／株式**

6. ROE改善＝株価上昇の具体例

4901 富士フイルムホールディングスの事例

同社は、カメラ、オフィス用複写機の製造販売業、電子材料を始めとする素材事業、医薬品の開発や医療機器の販売などのヘルスケア事業など、様々な事業を展開する企業です。同社の2014年3月期時点でのROEは、3.7%に留まっていたが、大胆な構造改革や積極的な株主還元を進めた結果、2021年3月期には8.7%にまで上昇しており、この間の株価の上昇率も+137%と大きなリターンを上げています。

ROE改善に向けて大規模な経営改革を実行

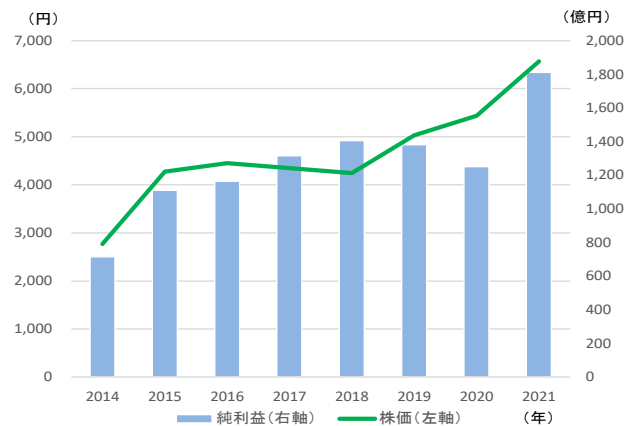
同社は過去最高益の達成とROEの向上を経営目標とし、積極的な事業改革を行ってきました。祖業である写真関連ビジネスが伸び悩んでいた同社は、中長期的に安定成長ができるヘルスケア事業や素材事業を新たな成長ドライバーと位置づけて集中的に投資を行う大胆な経営判断に踏み切りました。その結果、ヘルスケアと素材の2つの事業を合わせた売上構成比率は2014年3月期の38.3%から48.0%にまで上昇して主力事業へと成長し、純利益も過去最高益を達成しました。また、11期連続の増配や積極的な自社株買いなど株主還元で自己資本のコントロールを行った結果、ROEの大幅な改善にも成功しました。この間、利益からみた株価の割安性を表すPERは2014年3月末時点の14.9倍から2021年3月末には16.4倍に上昇しており、結果として、PERの上昇も株価の上昇に寄与しました。

[図表6、7]

7. 大規模な経営改革を行う企業に注目

ROEを大きく改善するためには、同社の事例と同様に会社自体が大きく変化する必要があると考えています。当ファンドでは、特に事業ポートフォリオの入替えやコスト構造の改革などの大規模な経営改革の効果によりROEの大幅な改善が期待される銘柄への積極的な投資を行っています。具体的には、事業の売却や選別を進めている日立製作所やオリンパス、コスト構造の改革を進めるミスマグループ本社、成長事業に集中的な投資を行っている富士電機などを組み入れています。

【図表6】 富士フイルムHDの純利益と株価の推移



※ 純利益及び株価は各年3月末時点の数値。

(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

【図表7】 富士フイルムHDの業績等変化について

4901 富士フイルムHD		
	2014年3月期	2021年3月期
ROE	3.7%	8.7%
PER (倍)	14.9	16.4
株価 (円)	2,771	6,571
純利益 (億円)	716	1,812
売上構成比		
セグメント	2014年3月期	2021年3月期
カメラ関連事業	15.3%	13.0%
複写機関連事業	46.4%	39.0%
ヘルスケア&素材関連事業	38.3%	48.0%

※ 2014年3月期時点でのセグメント区分におけるイメージングをカメラ関連事業、ドキュメントを複写機関連事業、インフォメーションをヘルスケア&素材関連事業として計算。

※ 2021年3月期時点でのセグメント区分におけるイメージングをカメラ関連事業、ドキュメントを複写機関連事業、ヘルスケア&マテリアルズをヘルスケア&素材関連事業として計算。

(出所) 同社決算説明会資料、中期経営計画説明資料、Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

【図表8】 ROE改善に注目している組入銘柄

企業名	注目点
日立製作所	グループ会社再編による企業価値の向上
オリンパス	映像事業売却による収益性改善
ミスマグループ本社	DX・自動化によるコスト構造改革
富士電機	成長事業のパワー半導体への積極的な投資

(出所) 各種資料より岡三アセットマネジメント作成

※ 上記で紹介した銘柄は個別銘柄の売却、購入等の行為を推奨するものではありません。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

**日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型) 愛称 スマートジャパン
追加型投信／国内／株式**

運用状況

(作成基準日：2021年7月26日)

ファンドの概要

	米ドル投資型	円投資型
基準価額	11,414円	11,243円
純資産総額	2,915,116,917円	418,061,703円

設定来分配金累計	7,300円	5,900円
分配金再投資 基準価額	21,316円	18,857円

※基準価額は1万口当たりです。

※分配金は1万口当たり、税引前です。

※分配金再投資基準価額は小数点以下を切り捨てて算出しております。

	米ドル投資型	円投資型
株式組入比率	94.1%	94.9%
マザーファンド	98.3%	99.1%
為替予約比率	94.8%	---

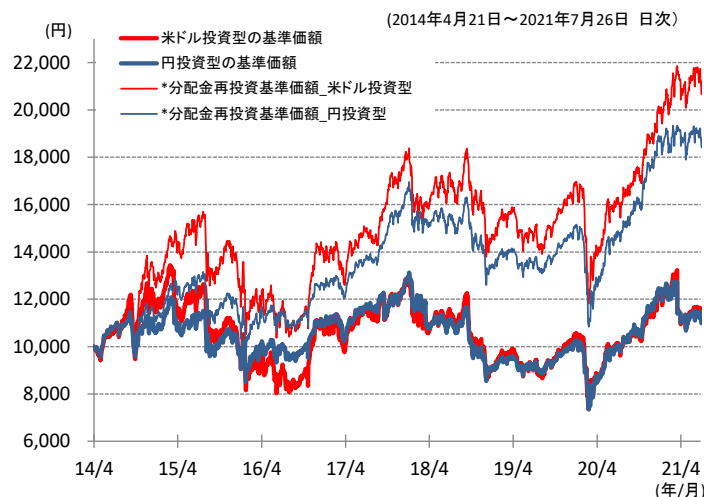
※株式組入比率は、日本優良成長株マザーファンドを通じた株式の実質組入比率です。

※為替予約比率は、純資産総額に対する円売り米ドル買いの外国為替予約取引額の比率です。

	日本優良成長株マザーファンド
株式組入比率	95.8%
組入銘柄数	54銘柄

※株式組入比率は日本優良成長株マザーファンドにおける株式の組入比率です。

設定来の基準価額の推移



※基準価額は1万口当たり、信託報酬控除後です。

※設定日の基準価額は1万口当たりの当初設定元本です。

※分配金再投資基準価額は、設定来の分配金(税引前)を当該分配金(税引前)

が支払われた決算日の基準価額で再投資したものと計算した基準価額です。

※グラフは過去の実績であり、将来の成果を示唆または保証するものではありません。

組入上位10業種

順位	業種名	構成比
1	電気機器	21.3 %
2	化学	12.1 %
3	サービス業	7.1 %
4	機械	6.8 %
5	精密機器	6.5 %
6	情報・通信業	5.4 %
7	陸運業	5.3 %
8	卸売業	5.1 %
9	医薬品	4.7 %
10	輸送用機器	4.4 %

組入上位20銘柄

順位	銘柄名	構成比	順位	銘柄名	構成比
1	日立製作所	3.6 %	11	ミズグループ本社	2.4 %
2	三菱ケミカルホールディングス	3.5 %	12	富士通	2.2 %
3	第一三共	3.1 %	13	村田製作所	2.2 %
4	キーエンス	3.0 %	14	日清食品ホールディングス	2.2 %
5	リクルートホールディングス	2.8 %	15	野村総合研究所	2.2 %
6	HOYA	2.8 %	16	堀場製作所	2.2 %
7	オリックス	2.6 %	17	フリーー	2.1 %
8	オリエンタルランド	2.6 %	18	SCSK	2.1 %
9	東海旅客鉄道	2.5 %	19	ユニ・チャーム	2.0 %
10	トヨタ自動車	2.4 %	20	デンソー	2.0 %

※業種、銘柄の各構成比は、日本優良成長株マザーファンドの純資産総額に対する比率です。

スマートジャパン ファンドの特色

- 日本優良成長株マザーファンドの受益証券への投資を通じて、主として、わが国の金融商品取引所上場（上場予定を含みます）株式のうち、収益性に優れ、成長の持続が期待される企業の株式に実質的に投資を行い、投資信託財産の成長を目指して運用を行います。
- 投資候補銘柄の選定にあたっては、主にROE（自己資本利益率）や売上高営業利益率などの収益性を表す財務指標の水準、方向性、変化等に注目します。
- ポートフォリオの構築にあたっては、定量分析、定性分析、バリュエーション、業種別比率等を勘案して行います。
- 株式の実質組入比率は高位を保つことを基本とします。
- 「米ドル投資型」については、原則として円売り米ドル買いの外国為替予約取引等を行い、米ドルへの投資効果を享受することを目指します。純資産総額に対する円売り米ドル買いの外国為替予約取引等の額は、原則として高位とすることを基本とします。
- 「円投資型」については、外国為替予約取引等は行いません。

※資金動向、市況動向等によっては、上記のような運用ができない場合があります。

(作成：運用本部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「日本優良成長株オープン（米ドル投資型）/（円投資型）」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



日本優良成長株オープン(米ドル投資型)/(円投資型)に関する留意事項

【岡三アセットマネジメントについて】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社

岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長（金商）第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

【投資リスク】

- 投資者の皆様は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。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様に帰属します。ファンドは、国内の株式等価値のある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、「米ドル投資型」は、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
- ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「株価変動リスク」、「為替変動リスク」、「信用リスク」があります。
※基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

【その他の留意点】

- ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりがあった場合も同様です。
- ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。ファンドが投資対象とするマザーファンドを他のベビーファンドが投資対象としている場合に、当該他のベビーファンドにおいて追加設定および一部解約等がなされた場合には、その結果として、マザーファンドにおいても売買等が生じ、ファンドの基準価額に影響を受けることがあります。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご参照ください。

【お客様にご負担いただく費用】

<お客様が直接的に負担する費用>

- 購入時
購入時手数料：購入金額（購入価額×購入口数）×上限3.30%（税抜3.0%）
「米ドル投資型」と「円投資型」の各ファンド間でのスイッチング（乗換え）により、同一の販売会社でファンドを買付ける場合には、購入時手数料の一部または全部の割引を受けられる場合があります。
詳しくは販売会社にご確認ください。
- 換金時 換金手数料：ありません。
信託財産留保額：ありません。

<お客様が信託財産で間接的に負担する費用>

- 保有期間中 運用管理費用（信託報酬）：純資産総額×年率1.694%（税抜1.54%）
- その他費用・手数料 監査費用：純資産総額×年率0.011%（税抜0.01%）
- 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を信託財産でご負担いただきます。なお、マザーファンドの当該費用につきましては、間接的にご負担いただきます。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご参照ください。



日本優良成長株オープン(米ドル投資型)／(円投資型)(愛称 スマートジャパン)
追加型投信／国内／株式

2021年7月30日

販売会社

受益権の募集の取扱い、投資信託説明書(交付目論見書)、投資信託説明書(請求目論見書)及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。

商号	登録番号	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
(金融商品取引業者)					
岡三オンライン証券株式会社	関東財務局長(金商)第52号	○	○	○	
今村証券株式会社	北陸財務局長(金商)第3号	○			
auカブコム証券株式会社	関東財務局長(金商)第61号	○		○	
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
静岡東海証券株式会社	東海財務局長(金商)第8号	○			
*西日本シティTT証券株式会社	福岡財務支局長(金商)第75号	○			
播陽証券株式会社	近畿財務局長(金商)第29号	○			
水戸証券株式会社	関東財務局長(金商)第181号	○	○		
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○

*西日本シティTT証券株式会社は、「米ドル投資型」のみの取扱いとなります。

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)