

2015年1月19日

企業利益の継続性(クオリティ)と株式投資

りそな銀行
アセットマネジメント部
投資技術開発グループ

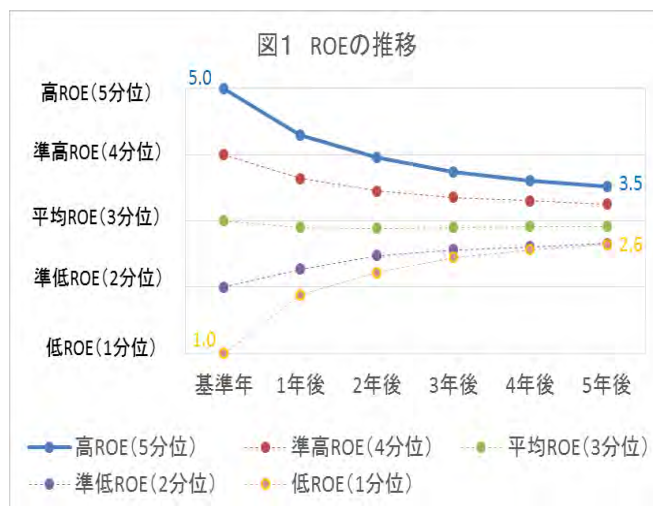
投資家と企業の対話により ROE(自己資本利益率)を高め企業価値の向上に寄与しようとするインベストメントチェーンの枠組みの整備が進む中、日本の株式市場において企業利益(ROE)が注目されております。本レポートでは株式投資で重要となる企業利益の持続性(クオリティ)についての分析結果をご紹介します。

1. ROEの平均回帰性

株式アナリストが投資指標として用いる理論株価を算出する重要な要素として純資産額と将来の企業利益があげられます。企業活動は継続されることを前提に考えると、解散価値を表す企業のバランスシート上の自己資本額に加え、将来の企業の損益計算書における利益額が重要であることが言うまでもありません。

投資家は株式の理論価値を算出する目的にて将来の企業利益(ROE)に興味を持っていますが、実際には当該年度の決算発表日が到来するまでは正確な利益額を知ることができません。しかし、上場企業の過去の決算期の利益額は公表されております。過去の基準となる年の利益額とその後の利益の関係を決算データから分析することにより過去の基準年の ROE とその後の

ROE の関係を知ることができます。



【出所】日経 NEEDS のデータをもとに弊社算出

図1は上場企業の公表されている決算データを用いて ROE の持続性を分析した結果です。1989年(基準年)の上場銘柄^aを、ROE の高いものから順に5つのグループ^bに分けます。ROE の最も高いグループから順に5分位(高ROE)、4分位(準高ROE)、3分位(平均ROE)、2分位(準低ROE)、1分位(低ROE)と呼びます。1989

^a 東証1部上場銘柄(株価100円未満の銘柄を除く)

^b 各グループの銘柄数が同じ数になるように分割

年(基準年)の財務データにより高 ROE グループ(5 分位)に分類された銘柄につき、1990 年(1 年後)の財務データを用いて ROE の分位数(5~1)を再計算し分位数の平均値を計算すれば 4.2 まで減少します。つまり、基準年には ROE が高く 5 分位であった銘柄の中に、翌年には ROE が低下して 4 分位や 3 分位などに分類される銘柄が存在することを意味します。基準年に企業が何らかの事由で競争優位な状況であり高 ROE を企業が計上したとしても、翌年には競争優位性は徐々に低下し ROE が平均水準(3 分位)へ近づく傾向があることが分かります。この傾向は 2 年後(1991 年)、3 年後(1992 年)と続き、基準年(1989 年)に高 ROE の 5 分位の銘柄群の 5 年後(1994 年)の分位数の平均値は 3.2 となります。さらに、基準年の 4 分位~1 分位の各銘柄群につき 1 年後から 5 年後の分位数を計算し平均値を算出します。さらに基準年を 1990 年~2008 年に変更して計算して分位数の 20 年間の平均値を算出した結果は図 1 のようになります。基準年に高 ROE である 5 分位の銘柄群の 5 年後の ROE の平均分位数は 3.5 (図 1 最右青点)となり、基準年に低 ROE である 1 分位の銘柄群の 5 年後の ROE の平均分位数は 2.6 (図 1 最右橙点)となります。どちらも 5 年後には平均的な ROE(分位数: 3.0)に近づく傾向があることが分かります(図 1 の青線、橙線)。

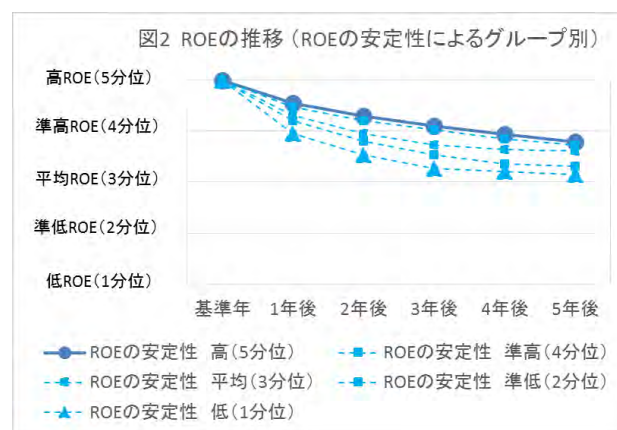
確かに競争優性が年を追う毎に拡大するような成長企業も中には存在します。しかし、上場企業の平均的な傾向としては、高 ROE を計上した企業はその先端技術の他企業への普及や最新設備の老朽化などに伴って企業の競争優位性は年々減価し、企業の ROE は 5 年後に平均レベルに近づくことが解釈できます。この傾向は世界的に存在することが知られており、ROE の平均回帰

性と呼ばれます。

2. クオリティ(企業利益の持続性)

株式投資ではポートフォリオに組入れた銘柄の株価が将来上昇することが最も大きな関心事項です。企業が足元で高 ROE であっても、将来 ROE が低下すれば株式価値が減価し、株価が下落する可能性があります。一方で、足元の高 ROE が将来も継続する企業は株価の下落可能性が相対的に低いと考えられます。そのため、株式投資では企業の高 ROE が将来も継続する銘柄をポートフォリオに組入れることが重要です。企業利益(高 ROE)の将来における持続性は「クオリティ(利益の質)」と呼ばれます。

そこで以下では企業利益の継続性に注目し、基準年に高 ROE である銘柄の中でクオリティの高い銘柄を見つけることに着目します。例えば、クオリティを示す指標として ROE の安定性を考えます。基準年に高 ROE である 5 分位の銘柄群につき、さらに基準年の ROE の安定性^dで 5 つの分位に分割した銘柄群のその後の ROE の平均分位数の推移は図 2 となります。



【出所】日経 NEEDS のデータをもとに弊社算出

^c Freeman, Ohlson, and Penman (1982) など

^d 基準年前 5 年間の ROE の標準偏差の逆数

ROEの変動が大きい銘柄群(図2▲最下破線)は、業績が好調であり他企業よりも基準年に高ROEであっても、その後のROEは基準年のROEに比べ低下しやすい傾向があります。逆に、ROEが安定している銘柄は高ROEがその後に継続しやすい傾向(図2●最上実線)があるため、クオリティが高いと考えられます。

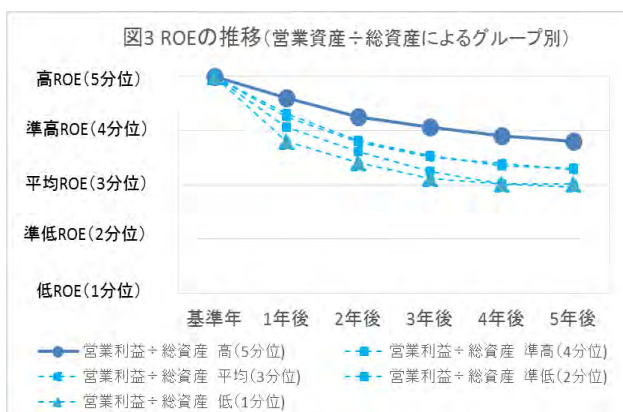
次にROEの分解式に注目します。

$$ROE = \left(\frac{\text{営業利益}}{\text{総資産}} + \frac{\text{営業外・特別損益}}{\text{総資産}} \right) \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

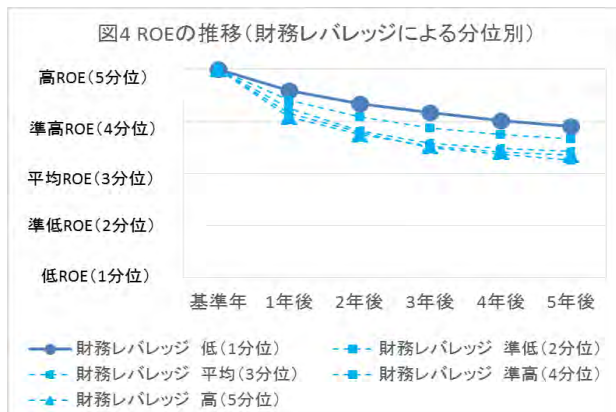
企業独自の技術・ノウハウ・販売網やブランド価値などの競争優位性があり、マージンや資産回転率が高く、本業で利益を稼いでいる企業は、営業利益ベースのROA(営業利益÷総資産)が高くなります。基準年に高ROEの銘柄群(5分位)を営業利益ベースのROA^eでさらに5つの分位に分割した銘柄群のその後のROEの平均分位数を算出した結果が図3です。

営業利益ベースのROAが高い企業はその後高ROEが継続しやすい傾向があり(図3●最上実線)、クオリティが高いと考えられます。

また、ROEの関係式の最後の項の企業の財務レバレッジ(総資産÷自己資本)に注目することも重要です。ROEの分解式によれば、企業が財務レバレッジを高めれば企業のROEが向上することが分かります。基準年に高ROEでありさらに低財務レバレッジの銘柄は、自社株買いを実施する等により財務レバレッジを高めてさらにROEを高めるポテンシャルを持っていると考えられます。図4は基準年で高ROE(5分位)の銘柄群をさらに財務レバレッジの大きさを5つの分位に分割し同様な分析を行った結果です。基準年において財務レバレッジが低い銘柄の方(図4●最上実線)が将来的にROEを向上させるポテンシャルが大きく、基準年の高いROEの持続性に優れており、クオリティが高い銘柄と考えられます。



[出所] 日経 NEEDS のデータをもとに弊社算出



[出所] 日経 NEEDS のデータをもとに弊社算出

^e 基準年における過去5年間の営業利益ベースのROAの平均値

まとめ

株式投資において企業の利益に注目することが重要です。その際に、より大切となるのは、投資している銘柄の企業利益が将来も高位に持続するかどうかです。過去の財務データを用いた定量分析により、利益の継続性が高い銘柄の特性を知ることができ、株式運用戦略にこのような企業利益の持続性(クオリティ)の特性を活用することで、ポートフォリオのリターンを高めることが期待できます。

参考文献

Freeman,R.N., J.A.Ohlsion, and S.H.Penman (1982),” Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation,”Journal of Accounting Research, Vol.20,2,pp.639-653.

キーワード: ROE の平均回帰性、企業利益の持続性、クオリティ

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。