

2017年10月13日

外国株式投資における バリュエーション指標と ROE の継続性の活用法

りそな銀行

アセットマネジメント部

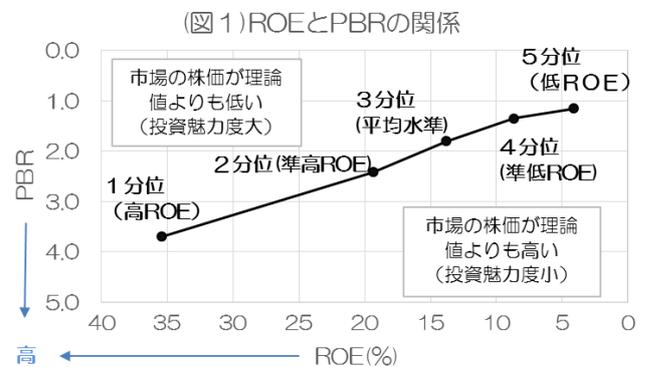
投資技術開発グループ

ROE は株式投資において重要な収益性指標であり、海外企業の ROE は日本よりも高い傾向があるため、海外株式投資において ROE 指標は非常に重要です。一方で、株式バリュエーション理論によれば収益性が高い(高 ROE) 銘柄ほど株式バリュエーションが高い(高 PBR)ことが知られており、収益性とバリュエーションの両指標を睨みながら銘柄選択をすることが株式投資において重要となります。今回は外国株式のデータを用いてバリュエーション指標と ROE の継続性について分析した結果をご紹介します。

1. 株式バリュエーション理論

株式バリュエーションの理論を単純化すれば、将来の企業利益(ROE)の割引現在価値が株価純資産倍率(PBR)となります。よって、理論的には将来の ROE が高い銘柄ほど当該銘柄の PBR が高くなります。

現実の海外先進国の株式市場データを用いた分析結果(前期実績 ROE と PBR の関係)は図1となり、実績 ROE が高い(図の左)銘柄ほど PBR が高くなる(図の下)傾向があり、理論と整合的となります。



(注) FACTSET のデータを用いてりそな銀行作成。1997 年末～2011 年末(15 年間の MSCIkksai 採用銘柄を各年末に ROE により 5 分位に分け、各分位の実績 ROE の平均値と PBR の平均値を图示したもの。ただし、ROE が負の銘柄と 100%以上の銘柄は異常値として排除して算出した。

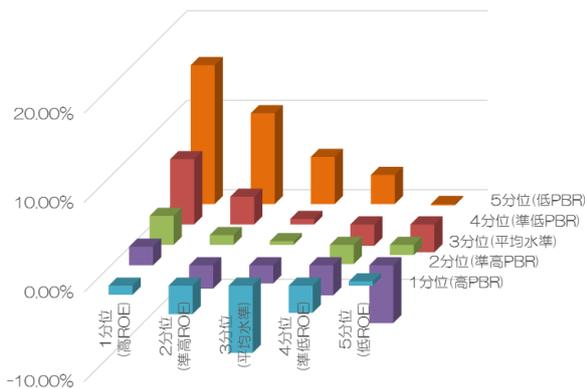
銘柄選択の視点からは、ROE の水準が同じであれば市場の株価(PBR)が低い方が投資には魅力的であり、市場の株価(PBR)が同じ水準であれば ROE が高い方が魅力的といえます。そのため、図1の左上に位置する銘柄ほど投資魅力度が大きく、右下に位置する銘柄のほど投資魅力度が小さいと言えます。

各年末に実績 ROE と PBR でそれぞれ 5 分位に分け、次年の 1 年リターン(対ユニバース平均)を平均した結果が表 1 (図 2) となります。

(表1) ROExPBRの分位別リターン

	1分位 (高ROE)	2分位 (準高ROE)	3分位 (平均水準)	4分位 (準低ROE)	5分位 (低ROE)
5分位(低PBR)	15.53%	10.15%	5.27%	3.26%	-0.14%
4分位(準低PBR)	7.29%	3.10%	0.62%	-2.39%	-3.10%
3分位(平均水準)	3.24%	1.09%	0.41%	-2.15%	-1.14%
2分位(準高PBR)	2.07%	-2.61%	-2.03%	-3.36%	-6.46%
1分位(高PBR)	-1.02%	-3.19%	-7.51%	-3.03%	0.48%

(図2) ROExPBRの分位別リターン



(注) FACTSET のデータを用いてりそな銀行作成。1997 年末～2011 年末(15 年間の MSCIkoksai 採用銘柄を各年末に ROE(実績)と PBR(完全予想ベース)で5分位に分け、翌1年のリターン(対ユニバース平均,ドル建リターン)の平均値を算出した。

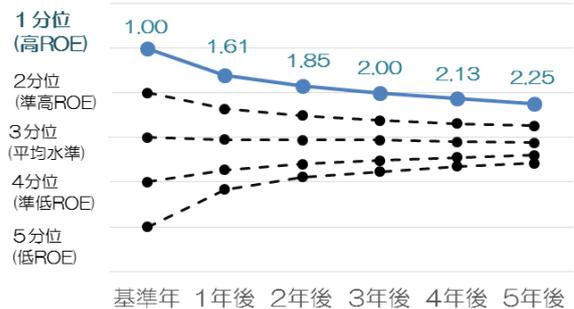
株式投資の有効性を高めるには将来に高いリターンが期待できる銘柄に投資するため、収益性の指標である ROE と株式バリュエーション指標の PBR の両方を睨みながら銘柄選択を実施する必要があります。

2. ROE の平均回帰性

前節にて理論的には将来の企業利益(ROE)が理論的な PBR の水準を決定することをご説明いたしました。また、図1を用いて企業の前期実績 ROE と株式バリュエーション指標である PBR は非常に確固たる関係があることを示しました。それでは、実績 ROE と将来の ROE はどのような関係にあるのでしょうか。

前年の決算期(基準年)において高 ROE を計上した企業であってもその高い ROE が無条件に未来永劫維持できる可能性は決して高くなく、時間の経過とともに ROE は平均水準に近づく傾向があることが知られており、ROE の平均回帰性と呼びます。

(図3) ROEの平均回帰性



(注) FACTSET のデータを用いてりそな銀行作成。1997 年末～2011 年末(15 年間の MSCIkoksai 採用銘柄を各年末を基準年として ROE 5分位に分け、各分位のその後5年間の ROE の分位値の平均値を图示した。

外国株式を対象に ROE の平均回帰性を分析結果は図3のようになります。基準年に最も ROE の高かった1分位(青実線)も、時間の経過とともに平均水準である3分位に近づき、5年後にはその分位数の平均値は2.25分位になり ROE が平均回帰する傾向があることが分かります。

競争優位性の高い企業では足元の高い ROE が将来まで継続されるケースも確かに存在します。しかし、平均的な傾向としては、その競争優位性は年々減価して平均的なレベルへ近づくことで、ROE も平均水準に近づくことが分かります。例えば、企業が開発した新規性のある最先端の技術も時間の経過とともに最先端ではなくなり、また、導入した最新モデルの設備機械も同様に年数とともに旧式となるため、競争優性を維持するには継続的な企業努力が必要と言えます。

高い ROE であっても将来に平均レベルに近づく傾向があるため、単に前期実績の ROE が高い

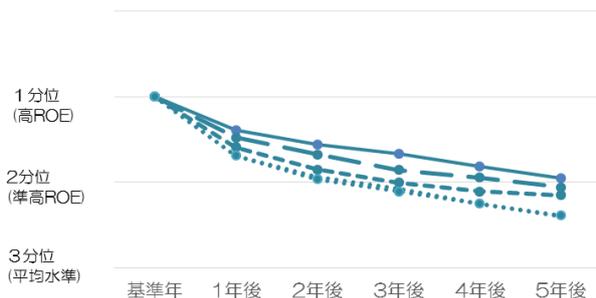
銘柄に注目するのではなく、高い ROE が将来にも継続するような銘柄を見つけることが株式投資には重要となります。

績の ROE が高いケースが含まれることがあり、翌年以降には ROE が低下しやすいと考えられます。

3. ROE の継続性

りそな銀行クオンツレポート(2015 年)「企業利益の継続性(クオリティ)と株式投資」にて国内株式投資における ROE の継続性の分析結果をご紹介します。同様に外国株式で分析した結果が図 4、図 5 となります。ROE には平均回帰性があるため、高 ROE が将来も継続される条件を考えることが重要です。そこで、高 ROE の 1 分位を他の指標でさらに 5 つの分位に分け、それぞれの分位のその後 5 年間の ROE につき分析しました。

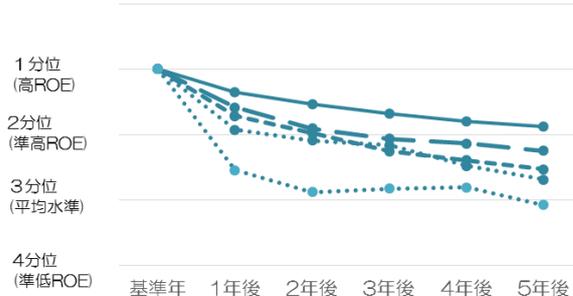
(図4) ROE安定性別のROE 1分位(高ROE)の推移



(注) FACTSET のデータを用いてりそな銀行作成。1997 年末～2011 年末(15 年間)の MSCIkoksai 採用銘柄を各年末に ROE 5 分位に分け、1 分位をさらに ROE の安定性(過去 5 年間の ROE の標準偏差 $\times (-1)$)で 5 分位に分け、ROE の安定性の各分位毎に ROE の分位値の推移を示した。

図 4 の一番上の青い実線は過去 5 年間の ROE が最も安定していた分位であり、ROE が安定しているほうが、高い ROE が平均回帰する(平均の 3 分位に近づく)速度が緩やかであることを示しています。過去の ROE が安定していないということは単年度の一過性の要因により前年実

(図5) 粗利ROA別のROE 1分位(高ROE)の推移



(注) FACTSET のデータを用いてりそな銀行作成。1997 年末～2011 年末(15 年間)の MSCIkoksai 採用銘柄を各年末に ROE 5 分位に分け、1 分位をさらに粗利 ROA で 5 分位に分け、粗利 ROA の各分位毎に ROE の分位値の推移を示した。

図 5 の一番上の青い実線は粗利益ベースの ROA が最も高い分位であり、粗利ベースの ROA が高いほど、高い ROE が平均回帰する速度が緩やかであることを示しています。例えば、粗利益が高い企業は、将来的に当期利益が低下するようなケースであっても、広告宣伝費等を抑制することにより当期利益の低下を抑制し易いことが指摘されております。また、一過性の要因による特別利益の計上により実績 ROE が高く算出されていないかどうかという視点も、粗利益に注目することにより加味することができます。

まとめ

外国企業は日本企業よりも収益性が高い傾向があり、投資指標として ROE を活用することが重要です。一方で、理論からは、ROE とともにバリュエーション指標を併用することが株式投資に於いてのリターン獲得に重要です。

また、ROE の平均回帰性はグローバルで観測される現象であるため、株式投資においては単に ROE を用いるのではなく、ROE の継続性に注目することが大切です。つまり、株式投資においては、企業利益の継続性に注目しつつバリュエーション指標とともに ROE 指標を有効活用することが重要となります。

キーワード: 高クオリティ銘柄、高 ROE、低 PBR、ROE の継続性、株式投資、外国株式、クオンツ運用

参考文献

「企業利益の継続性(クオリティ)と株式投資」,りそな銀行クオンツレポート(2015年)

「ROEのグローバル比較」,りそな銀行クオンツレポート(2017年)

S.Minami and T.Wakatsuki (2014), "Low Volatility of ROE is a Proxy for Sustainability of ROE", SSRN

- ・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思わ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。