

# News Letter

2012年1月

## Summary

### ～ 将来 CF の「確からしさ」を検証するための切り口：ROE の平均回帰性 ～

- ♪ 「先方が作成した将来 CF の数値、どの程度信頼していいのだろうか？」 --- これは古くから、様々な場面で議論されてきたことですが、近年の会計基準変更、最近発覚した不正経理問題などを受け、重要なテーマとして再認識されています。
- ♪ 今回は「ROE の平均回帰性」という性質について取り上げ、将来 CF の検証時にどのように生かすことができるか、1つの考え方を示します。

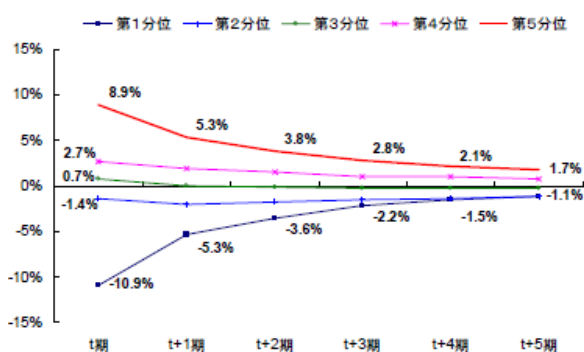
## 【当テーマを News Letter で取り上げる目的】

- 将来 CF の見積もりの呈示を受けて、その検証が必要となる場面は、昔から多くありました。企業買収などの取引で相手方と交渉する際、投資の意思決定時、事業計画の呈示を受け融資・出資を検討する場合、裁判で株式の価値が争点となる場合、などがその代表例です。
- 近年、さらにそうしたケースが増えています。例えば、企業結合会計基準の変更に伴い、企業結合時に識別可能な無形資産が存在する場合はその評価を行うこととなりましたが、多くが将来 CF の見積もりに基づいて評価されるため、取得企業側はその妥当性を検討し一定の判断を下すことが必要になりました。
- また、最近の不正経理問題では、将来 CF 予測をベースに買収価額の評価は行われたものの、将来 CF の内容は不正処理の手口に辻褃を合わせたもので、取得する側の取締役会がこれに異議を唱えなかったという経過が明らかになりました。今後は、買収価額の妥当性について今まで以上に株主が注目するようになり、「取締役が将来 CF をちゃんと検証したのか？」ということが一層問われていくものと思われます。
- このように、将来 CF の見積もりの重要性が改めて認識されているところですが、さてそれでは、検証に当たってどのような切り口があるか再確認しよう、というのが当レターの趣旨です。その中で今回は、「ROE は平均回帰する」という性質を取り上げます。

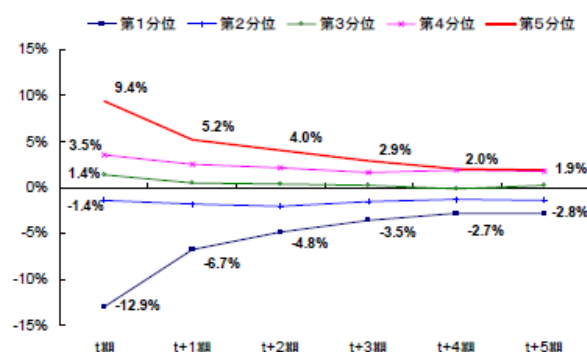
## 【ROE の平均回帰性】

- ROE（自己資本利益率）に関して、ここに興味深い実証データがあります。大和証券 SMBC のクオンツチームによる実証研究<sup>1</sup>からの抜粋を引用させていただきます。
- 下の左のグラフ（図 1）は、東証 1 部上場企業を母集団とし、ある期間（t 期）の ROE（全体平均を引いた超過 ROE）の水準に応じて 5 つのグループ（第 1～第 5 分位）に分け、その後 5 期間（t+1～t+5 期）の推移を見たものです<sup>2</sup>。

（図 1：超過 ROE の推移）



（図 2：景気回復初期の局面における超過 ROE の推移）



<sup>1</sup> 大和証券 SMBC 「日本株クオンツマンスリー2009年10月号 No.96」、「19. ROE の平均回帰速度とリバーサル・モメンタム相場」より。

<sup>2</sup> 1984年～2009年9月末までの期間における、過去の推移の平均。東洋経済・日経等をもとに、大和証券 SMBC・大和総研作成。

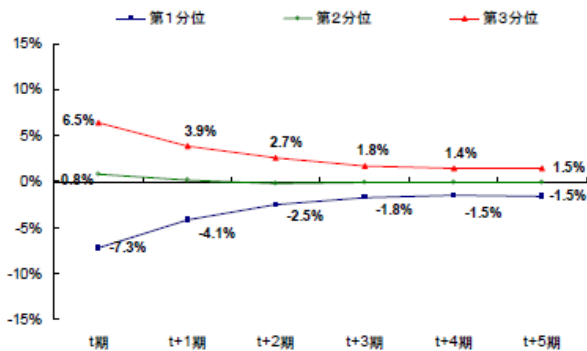
- また、右のグラフ（図 2）は、1984 年以降の景気回復初期の局面<sup>3</sup>に絞って、同様の推移を捉えたものです。どの時点でも図 1 と同様のトレンドが見られ、景気回復初期の局面においては特にその傾向が強まるとし、当グラフが例示されています。
- 注目される点として挙げられているのは、超過 ROE は 5 年程度の将来で見ると、平均に違いがあまり見られなくなってしまうということです。その理由について ROE の計算式を参照しながら、次の 2 点が示されています。

$$\text{ROE} = \text{当期純利益} \div \text{株主資本}$$

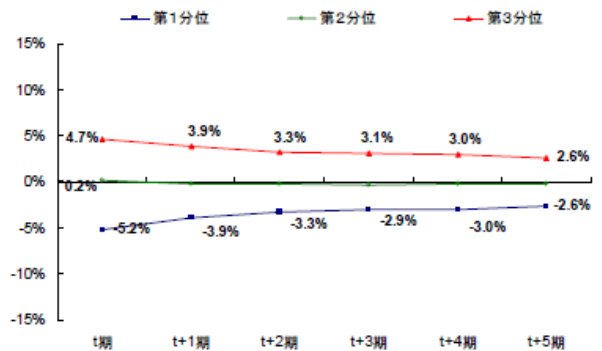
- ROE の計算式の分母に関して：
  - 当期純利益の中から配当など社外流出分を除いた残りは、内部留保となって株主資本の中に組み入れられる。
  - その結果上記計算式の分母が大きくなるため、ROE は徐々に小さくなっていく。
- ROE の計算式の分子に関して：
  - 一般的に、長期的に競争優位性を持続することは難しい。（一度優位性を失えば、それ以降、上記計算式の分子は小さくなりやすい）
  - 一方、当初超過 ROE がマイナスである企業については、業績の回復に伴いマイナス幅が縮小する（つまり、平均に回帰する）こともあると思われる。

- 次に、これらを業種別に見た場合に、トレンドに変化が生じるかについても分析されています。東証 1 部上場企業における 33 業種分類を対象に、ある期間の ROE を基準に 3 グループに分類して、その後 5 期間の超過 ROE（業界の単純平均を引いたもの）の推移を見るという方法が採られています。
- 分析の結果、業種によって平均回帰性の大小が見られるとのこと。その例として、電気機器・医薬品業界のトレンドが示されています（図 3 および図 4）。医薬品業界の方が収束が遅く、5 年程度経過しても ROE の高いグループと低いグループの乖離が比較的大きいことが分かります。

（図 3：電気機器業界における超過 ROE の推移）



（図 4：医薬品業界における超過 ROE の推移）



- 当文献では、回帰分析の手法を用いて、業種別に平均回帰性の大小を検証しています。その詳細は割愛しますが、医薬品など景気変動の影響を受けにくい「ディフェンシブ」と呼ばれる業種は平均回帰性が小さく、逆に、鉱業・海運などのいわゆる「景気循環型」、輸送用機器・機械などの「成長型」と呼ばれる業種では、平均回帰性が大きい傾向にあると結論付けています。

#### 【将来 CF の検証にあたっての、当研究結果の援用】

- さて、将来 CF の検証にあたって、これらをどのように活用できるか考えてみます。
- 当文献の内容と重複する部分もありますが、上のグラフを見て、少なくとも次の 2 点が言えそうです。

- 個別企業の ROE は、マーケット・業界の平均と比べて永遠に高い水準であり続けることはない。
- 個別企業の ROE は、（業種により収束ペースが遅い場合もあるものの、）5 年程度のわりと短い期間で収束している。

- これらは、将来 CF の検証にあたって何を示唆しているのでしょうか。考えられるポイントを 3 つあげてみました。

<sup>3</sup> 1987 年 2 月～6 月、1994 年 1 月～5 月、1999 年 4 月～8 月、2002 年 4 月～8 月

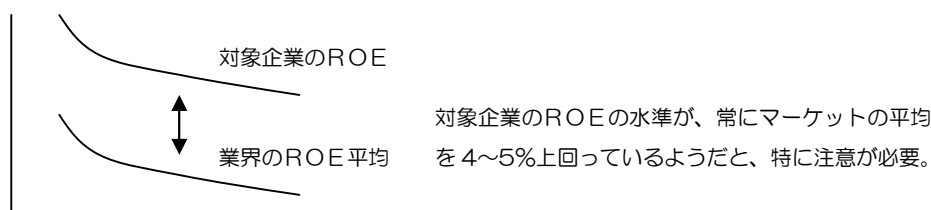
- ① (そもそも論として、) 対象企業のROEの把握が必要
- ② 業界比で超過ROEの水準が4~5%を常に上回るような将来CF予測は、その妥当性について特に注意が必要
- ③ 予測期間の最終年度まで超過ROEが収束しないという将来CF予測は、その妥当性について特に注意が必要

① (そもそも論として、) 対象企業のROEの把握が必要：

- 企業の将来CFが焦点となっているケースで、その予測が提示されたときに、そもそもROEの趨勢まで検討されるケースは少ないのではないかと。そうであれば、まずは把握するところからスタートしようという趣旨です。
- 将来CF予測を作成する側にとって、CFの計算に直接関係する項目、例えば、損益・運転資本・設備投資・税金などは当然力を入れるものの、バランスシートにはさほど注意を向けないケースが多いと思われる。また、将来CFをチェックする側も、売上高/利益の成長性・CFの実額は意識しても、ROEの水準までは必ずしも意識しない。その結果、「先方が作成した将来CF予測では、大きな利益成長が見込まれているけれども、どの程度確度の高いものか判断材料に欠けるなあ」ということになりがちです。
- 「ROEの平均回帰性」は、こうした場合に「マーケットの視点」から検証の切り口を提供するものです。この検証を行うためにも、対象企業のROEの把握が必要です。

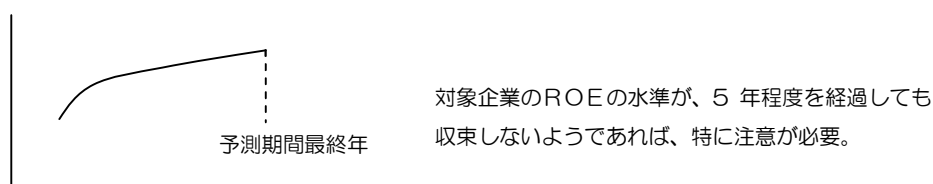
② 業界比で超過ROEの水準が4~5%を常に上回るような将来CF予測は、その妥当性について特に注意が必要：

- 上で示した各グラフは、マーケット全体・業界全体と比較した場合の超過ROEを示していますが、その水準は初年度(t期)に10%近くになるケースもあるものの、その後はどのグラフも3%以下にまで収束しています。
- これに照らせば、仮に対象会社の将来CFに関して、超過ROEが常に4~5%を上回るような内容となっている場合は、そのような優位性が維持できるのかについて、注意深く検討する必要があると思われます。



③ 予測期間の最終年度まで超過ROEが収束しないという将来CF予測は、その妥当性について特に注意が必要：

- 例えば、中・長期的なCF予測が難しいということで予測期間を3年程度にとり、予測期間中は成長を続け、予測期間最終年度のCFを用いてそのまま継続価値が算定されているケースがしばしば見受けられます。
- 最終年度のCFが業界サイクル・景気循環などの観点を考慮していない場合、継続価値が過大に評価されてしまうとの指摘は以前からなされていましたが、平均回帰性という観点からも検証できるかと思われます。
- 業界の平均的な参加者に比べて、対象企業の超過ROEが予測期間中に収束しないようなケースでは、果たしてそのような予測が妥当であるかを検証し、必要があれば調整を加えて継続価値を算定することになります。



- まとめになりますが、このように、対象企業の競争優位性などファンダメンタルズから判断するアプローチに加えて、マーケットからの視点で、総合的に将来CF予測を検証してみることも十分有効なことと思われます。

(了)

ZECOO PARTNERS News Letter Vol.14 (2012/01)  
 発行 〒102-0082 東京都千代田区一番町 13-3  
**ZECOOパートナーズ株式会社**  
 03-3234-8883 [info@zecoop.com](mailto:info@zecoop.com) 担当 稲留