

# 日本ではROEが過大評価されている

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. コーポレートガバナンス改革とROE

最近にわかに、ROE（自己資本利益率）ブームがやってきた。しかし、筆者は、最近高まる「ROE信仰」に大きな疑問を感じる。

アベノミクスの成長戦略として、コーポレートガバナンス・コードや日本版ステュワードシップ・コードが制定された。これにより、機関投資家が企業のコーポレートガバナンス（以下、ガバナンス）に対して、強くものを言うようになってきた。

これらと併せて公表された伊藤レポートが、ROEに対する注目を高めた。経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（座長：伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科特任教授）の中で、最低限8%を上回るROEを達成すべきであり、8%を上回っている企業はそれ以上を目指すべきであると提言する（注1）。

日本のROEは、諸外国と比較して低い。過去10年平均で見ると、日本のROEは、6.8%と、先進国の12.4%と比べてかなり低い。これは、主要先進10カ国の中で最も低い。これは、株主に対して、経営者が十分に利益を生んでいないことを意味する。

ROEが低い主たる理由は、売上高純利益率が低いことである。日本の過去10年平均の

(図表1) 先進国時価総額上位10カ国のROE

(%)	2014年		過去10年平均	
	ROE	売上高純利益率	ROE	売上高純利益率
スイス	13.5	10.8	15.3	10.2
スペイン	8.2	8.1	14.5	10.6
オーストラリア	13.5	14.2	14.3	12.8
英国	13.6	7.7	14.2	7.8
米国	14.2	9.0	13.6	7.9
カナダ	10.0	8.4	12.5	9.7
フランス	7.6	4.5	11.6	5.6
ドイツ	10.6	5.0	10.9	4.7
イタリア	1.1	0.6	7.2	4.7
日本	8.7	4.9	6.8	3.4
先進国	12.1	7.8	12.4	7.1

(出所) MSCI、シティグループ証券

売上高純利益率は3.4%と先進国の7.1%の半分もない。日本企業の利益が史上最高を更新した2014年ですら、利益率は4.9%と、先進国の7.8%と比べると、依然としてかなり低い。

伊藤レポート公表後、俄然、ROEが注目を集めている（伊藤レポート自体は、ROEを推進するものではなく、ROEの記述はその一部に過ぎない）。その結果、日本企業で、ROEを経営指標として掲げ、目標値を出すようなケースが増えてきた。

## ■ 2. 欧州で成功していないコーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コード、日本版ステewardシップ・コードと伊藤レポートは、「ガバナンス革命の3本の矢」と評される<sup>(注2)</sup>。伊藤レポートが登場したことによって、機関投資家が企業に対してROEを高めるような圧力が働いている。

こうして、コーポレートガバナンス・コードや日本版ステewardシップ・コード、そしてROEは、短期間に、日本の投資家や企業の間で、認知が広まった。もちろん、筆者も、総論として、こうした改革には大賛成である。しかし、グローバルな視点からは、これらはいずれも検討すべき課題がある。

2014年に、筆者はロンドンに出張した。そこで、現地の著名な株式の専門家に、「英国発祥のコーポレートガバナンス・コードを、日本も導入することになった。英国では、コーポレートガバナンス・コードはどのように評価されているのか」と質問した。すると、その専門家は、「コーポレートガバナンス・コードは20年以上の歴史を持つが、英国では

---

失敗したと考えられる。多くの企業不祥事、リーマン・ショック時の金融機関の経営危機、成長企業が育たないことなど、英国のガバナンスは問題山積である」と述べた。

コーポレートガバナンス・コードは英国発祥の欧州の制度であり、米国には存在しない。これらは、単なるガイドラインであって、違反しても罰則があるわけではない。性善説に基づいており、形式を満たせば、実質を問うことはない。

英国のコーポレートガバナンス・コードの目的は、企業の成長を促進することと明記されている。しかし、コーポレートガバナンス・コードがない米国では、アップルやフェイスブックなど成長企業が次々に育っているが、それとは対照的に、欧州では世界的な大型成長企業が少ない。特に、英国では、ほとんど見当たらない。

コーポレートガバナンス・コードは、大陸欧州諸国でも広く導入されているが、ドイツの世界的な自動車会社フォルクスワーゲンの不祥事に代表されるように、ガバナンスの問題は山積みである。ちなみに、フォルクスワーゲンのホームページには「ドイツのコーポレートガバナンス・コードの推奨と助言に沿っているからこそ、当社のガバナンスが素晴らしい」と明記してある。つまり、形式はきちんと満たしてあることを意味する。

一方で、米国のガバナンスの特徴は、性悪説にたった厳罰主義である。おとり捜査、盗聴、司法取引、クラスアクション訴訟、懲罰的損害賠償請求など、米国の司法制度は独特である。違反に対しては、巨額の罰金と厳しい懲罰が科せられる。

日欧と比較して、当局による違法行為の摘発も厳格である。たとえば、フォルクスワーゲンの不祥事が発覚したのは米国であって、ドイツではない。米国の制度が他国よりも優れていると断言はできないが、欧州よりも米国の制度を研究し、それを日本に導入することの方が有効であるように思える。

たとえば、最近、日本で発覚した会計不正事件や建築不正事件は、独立取締役を2名以上選任（コーポレートガバナンス・コードの規定）しても防げない。つまり、強制力のないガイドラインを導入するよりも、日本でも米国並みに不正の摘発を強化し、同時に罰則を厳しくする方がガバナンス強化につながるのではないか。

結論として、コーポレートガバナンス・コードが効果を発揮している断言できる主要先進国は見当たらない。

### ■ 3. ROEを経営指標として掲げる世界の有力企業はない

ROEが経営指標や投資指標として重視される国は、日本以外に見当たらない。それは、

(図表 2) 米国主要企業の経営指標・財務項目

銘柄	指標
エクソンモービル	ROCE
ジョンソン・エンド・ジョンソン	オペレーショナル売上成長、FCF、調整後オペレーショナルEPS成長
ウォルマート	売上前年比、営業利益と営業費用の前年比（対純売上）、ROI、FCF
GE	産業分野事業の有機的売上成長、利益率、FCF、産業分野事業のROTC
P&G	有機的売上高成長、コアEPS成長、調整FCF生産性
AT&T	売上高成長率、調整EPS成長、FCF、FCF配当性向
メルク	非GAAP純利益、非GAAP EPS（合併・分割・リストラ費用・利益等の控除）
Visa	純売上成長率、顧客インセンティブ（対総収入）、売上高利益率、調整後希薄化後EPS、FCF
ウォルト・ディズニー	調整後EPS、FCF、セグメント別営業利益合算
IBM	オペレーティングEPS、FCF

(注) 金融除く。非GAAP財務指標は各企業で定義を開示している。

(出所) 各社資料、シティグループ証券

ROEが経営指標や投資指標として多くの問題点を抱えるからである。

世界の有力企業（金融機関除く、以下同）の中で、ROEを経営目標として掲げるものはほとんどない。日本では、あたかもROEが世界共通の経営指標の物差しであるかのような誤解がある。たとえば、「米国型ROE経営」という言葉があるが、少なくとも米国でROE経営を実践している有力企業はない。同様に、エクイティ・スプレッド（ROE－資本コスト）は、欧米ではほとんど用いられることはない。

企業価値には、様々な定義があるが、「将来の企業の生み出すキャッシュ・フローの合計を現在価値に割り引いたもの」とするものが有力である。マッキンゼーは、キャッシュ・フローこそが企業価値の源泉であるとして、以下のような企業価値創造に関わる原則を示す（注3）。

### 価値創造の基本原則

価値創造は、投下資本利益率（ROIC）と企業の成長率が、資本コストをどれだけ上回るかによって決まる。

### 企業価値不変の法則

企業の生むキャッシュ・フローが変わらなければ、企業価値は変わらない。

米国の有力企業の多くは、フリー・キャッシュ・フロー（FCF）を重視している。非GAAP財務指標として開示される場合が多く、その算定式は、企業によって異なる。理論

(図表3) 日本のROE上位10社(2014年度)

銘柄名	セクター	ROE (%)	売上高純利益率 (%)	総資産回転率 (回)	財務レバレッジ (倍)	株価上昇率 (10年、%)
1 田淵電機	情報技術	72.2	14.4	1.73	2.58	425.1
2 コロプラ	情報技術	68.3	24.3	1.73	1.59	780.6
3 ガンホー・オンライン・エンターテイメント	情報技術	61.0	35.8	1.21	1.25	369.1
4 リソー教育	一般消費財・サービス	54.7	12.7	1.31	2.00	-75.3
5 日本ペイントホールディングス	素材	53.8	69.6	0.46	1.69	720.5
6 クボテック	情報技術	53.6	15.5	0.91	3.13	-78.5
7 クリエイト・レストランツ・ホールディングス	一般消費財・サービス	52.8	9.4	1.67	3.08	100.5
8 ディップ	情報技術	52.3	14.6	2.09	1.67	117.3
9 新日本無線	情報技術	50.4	10.1	1.19	3.64	-44.0
10 住石ホールディングス	資本財・サービス	49.9	19.5	1.20	1.78	-38.5

(注) 東証1部上場銘柄(金融除く)対象。コロプラ、ガンホー、クリエイト・レストランツHD、住石HDの上昇率は、上場日以降。

(出所) Astra Manager、シティグループ証券

的には、将来のFCFの合計値を現在価値に割り引いたものが株価であるので、FCF重視は、株価重視とも言える。

主要企業が採用する利益率指標では、投資収益率(ROI)、使用資本利益率(ROCE)、総資本利益率(ROTC)など、投資効率を図るものが見られる。

ROEを経営指標とする最大の問題点は、株主還元重点を置いた縮小均衡の経営になりやすいことである。ROEを高めるためには、大きく分けて、利益を増やすことと、自己資本を減らす必要がある。言うまでもなく、売上高と利益を増やすのが、ROEを上げる王道である。

しかし、利益を増やすのはたいへん難しい。一方で、最も手っ取り早いのが、自社株買いと増配によってレバレッジを上げることである。仮に、利益率と回転率が一定の場合、配当や自社株買いを増やせば、少なくともその分は自己資本減少要因であるので、ROE向上にプラスとなる。ただし、レバレッジを上げる財務戦略は、不況時に財務リスクが高まるなど、様々な副作用を持つ。

#### ■ 4. 高ROE企業には低成長企業が多い

ROEが経営指標として問題があることを、二つの「会計上のマジック」で説明することとしよう。

(図表4) 日本の増益企業のROE低下ポイント上位10社 (FY10~FY14)

(百万円)	ROE (%) 低下ポイント	FY10	FY14	純利益 増益額	FY14	自己資本 増加額	FY14	株価騰落率 (%)
1 ファーストリテイリング	-10.1	22.6	12.5	12,865	74,546	332,942	618,381	346.6
2 ヤフー	-6.9	26.6	19.8	40,877	133,051	343,617	726,002	66.7
3 ソフトバンクグループ	-6.8	34.8	28.0	478,649	668,361	2,227,052	2,846,306	110.2
4 コマツ	-6.6	17.2	10.6	3,257	154,009	605,123	1,528,966	-16.4
5 住友金属鉱山	-4.5	13.8	9.3	7,151	91,113	421,108	1,051,224	22.9
6 アイシン精機	-3.2	10.4	7.2	7,675	77,318	474,380	1,161,200	51.0
7 東レ	-3.2	10.9	7.7	13,096	71,021	392,745	985,668	66.4
8 日本電産	-3.0	15.0	12.1	23,883	76,216	389,921	745,171	121.9
9 東京ガス	-2.2	11.4	9.2	361	95,828	210,595	1,069,515	99.0
10 日産自動車	-1.3	11.3	10.0	138,353	457,574	1,893,001	4,834,416	65.9

(注) 2014年末時点の時価総額上位100社対象 (金融除く)。株価騰落率は、2011年3月末~2015年3月末。

(出所) 各社資料、シティグループ証券

第一に、イメージと異なり、高ROE企業には、低収益企業や低成長企業が比較的多い。東証1部上場企業 (金融除く) の高ROE10社中、文字通り、高収益の優良企業は、コロプラ、ガンホー・オンライン・エンターテイメントのみである。

一方で、田淵電機、リソー教育、クボテック、新日本無線などは、以下のいずれかの条件を満たす。

1. 過去、業績不振で大きな損失を計上した。
2. 結果として、過小資本になった。
3. 利益が回復したが、法人税等の支払い額は少ないため、純利益は高水準である。

田淵電機は赤字決算が続き、2010年度末には自己資本比率は4.8%に低下した。リストラ後に売上高が回復したため、ROEは72.2%まで上昇した。経営不振が続いて過小資本であるところに、業績が回復し、法人税率が低い分、純利益がかさ上げされた。

リソー教育など5社は、特別利益が大きいので、ROEが高くなった。そのため、過去10年間 (もしくは上場来) で、株価が大きく下がった企業が高ROE上位10社中4社もある。

## ■ 5. 成長企業でもROEは急低下する

第二のマジックは、高成長企業のROEは大きく低下することである。過去10年で、利益が大きく成長し、かつ株価が大きく上がったファーストリテイリングや日本電産のROEは大きく低下した。

(図表5) 日本の増益企業のROE低下ポイント上位10社 (FY04~FY14)

(百万円)	ROE (%) 低下ポイント	FY04	FY14	純利益 増益額	FY14	自己資本 増加額	FY14	株価騰落率 (%)
1 いすゞ自動車	-27.9	44.8	16.9	57,023	117,060	596,080	754,544	181.3
2 ヤフー	-27.1	46.9	19.8	96,530	133,051	629,943	726,002	-21.0
3 クボタ	-13.3	27.0	13.8	22,111	140,012	619,979	1,100,998	232.7
4 ANAホールディングス	-9.7	14.8	5.1	12,269	39,239	583,996	798,280	-12.1
5 HOYA	-9.3	25.8	16.5	28,669	92,804	312,125	590,014	63.3
6 日本電産	-9.0	21.1	12.1	42,761	76,216	538,131	745,171	139.3
7 東京エレクトロン	-8.5	20.3	11.8	10,287	71,888	307,320	639,485	37.2
8 ホンダ	-8.2	15.8	7.6	23,238	509,435	3,819,333	7,108,627	45.4
9 ファーストリテイリング	-7.2	19.7	12.5	40,662	74,546	436,032	618,381	616.4
10 テルモ	-5.9	13.1	7.2	11,335	38,470	353,572	573,445	96.3

(注) 2014年末時点時価総額上位100社対象 (金融・破綻企業除く)。株価騰落率は、2005年3月末~2015年3月末。

(出所) 各社資料、シティグループ証券

2010年度から2014年度までの増益企業のうち、ROE低下ポイント上位10社は、いずれも日本を代表する成長企業である<sup>(注4)</sup>。これら10社の利益は、大きく増えた上、コマツを除いて、株価は大きく上昇している。

過去10年間で同様のROE分析を行うと、高成長企業のROEが大きく低下した例が多い。増益企業のROE低下ポイント上位10社のほとんどは、利益が大きく増加し、かつ株価が大きく上がっている。

いすゞ自動車は、過去10年間に純利益が倍増したが、ROEは大きく低下した。株価は、この間、2.8倍に上昇した。自己資本が5,961億円増加したが、同期間に利益剰余金は、5,370億円増加した。これは、長期の経営不振の結果、10年前には過小資本であったので、結果として、当時のROEが高かったのである。

米国でも、増益企業であるオラクルやP&GのROEが低下する一方で、利益が減少した企業のROEは高まるという現象が起きている。これでは、経営指標としても、投資指標としても使えない。

## ■ 6. なぜ高成長企業のROEは低下するのか

増益企業のROE低下は、自己資本の増加によって起こる。そのパターンは、以下の要因に大別される。

---

### (1) 利益剰余金の増加

純利益額以上に株主還元を実施しないと、利益剰余金が増え、自己資本増加の要因となる。つまり、利益が増えたが、それらの多くを内部留保に向けたのである。

2010年度から2014年度に、ソフトバンクGの自己資本が6,193億円から2.8兆円と4倍以上に増加した。利益剰余金が同期間に1.5兆円増加した。加えて、円安と株高によって、AOCIも5,445億円改善した。このため、純利益が4,786億円も増加したにも拘らず、ROEは34.8%から28.0%へ低下した。

### (2) その他包括利益累計額（AOCI）の増加

株高、円安によって政策保有株、外貨建資産、確定給付型年金基金などの時価評価分が増加することが多い。これらが、ヘッジされていれば影響が限定的であるが、ほとんどの企業はヘッジを十分に行っていない。

日本企業がグローバル化するにつれ、外貨建資産が増えている。一方で、負債を円で持つ場合が多い。このため、為替換算調整勘定を中心にAOCIの変動が大きくなっている。2010年度から2014年度まで、大きく円安になったので、AOCIは大きく増加した企業が多い。株価上昇によって、AOCIが増加する企業も多い。たとえば、アイシン精機、東レ、日本電産は、利益剰余金増加額よりもAOCI増加額の方が大きい。

### (3) 資本政策

増資、新株予約権行使や自己株式の処分などによって、自己資本が増える。ANAホールディングスがこれに該当する。

## ■ 7. 簡便法としてもROEの優位性

ただし、ROEには、簡易で、わかりやすいという利点がある。

日本では、コーポレートファイナンス理論が十分に普及しているとは言えず、投下資本利益率（ROIC）や加重平均資本コスト（WACC）といった概念が十分に浸透していない。資本コストを考えることはたいへん重要性は高い。確かに、株主資本コストを反映した経営指標の方がROEよりも理論的には高度である。

しかし、無リスク利子率や市場のリスク・プレミアムの計算は複雑であり、しかも、資本コストは各社で異なる。このように、株主資本コストの概念は難しく、かつ相对比较が



---

難しい。このため、株主資本コストを反映した経営指標は、世界でも広く普及するに至っていない。

その点、ROEは計算式が簡単であり、イメージが湧きやすい。そして、最近、ROEの理解が急速に広まったので、資本の重要性に対する理解が浸透し始めたという効用もある。

ROEは、入手しやすい公開情報のみで算出できるため、シンプルで、使い勝手がいい。しかも、株主は、「会社は株主のもの」と考えることが多いため、株主の保有する資本に対してどの程度の収益を生むか、という概念は好ましく聞こえる。

ROE重視は世の流れであるだけに、無視はできない。そして、ROEを安定的に高めようとする努力が、企業の安定成長につながることもあるのも事実である。

結論として、ROEを用いる場合でも、たとえば、主たる重要業績評価指標（KPI）はROICなどの利益率指標とし、それと併用することが望ましい。日本において、企業価値評価の理解が深まり、KPIがROEからROIC、あるいは株主資本コストを反映した財務指標へシフトすることが期待される。

(注1) 経済産業省『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』（2014年8月6日）

(注2) 小口俊朗『コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—』（証券アナリストジャーナル第53巻第8号、2015年8月号）13ページ参照。

(注3) マッキンゼー・アンド・カンパニー、ティム・コラー／マーク・フーカート、デイビッド・ウエッセルズ著『企業価値評価 第5版【上】バリュエーションの理論と実践』（ダイヤモンド社、2012年）

(注4) IFRS、米国基準を適用している企業があるが、会計項目の呼称は日本基準と同じものを用いる。日本基準の自己資本、米国基準の株主資本、IFRSの親会社の所有者に帰属する持分合計は、ここでは、自己資本と呼ぶ。なお、海外企業については、株主資本と呼ぶ。ROE算出には、2期平均自己資本を使用するが、ここでの分析には、簡便上、単年度の数値を用いる。

