



ROE重視は日本の企業価値を 拡大するのか

大阪市立大学大学院 教授

宮川 壽夫

1. はじめに

「利益率」といった場合に何を思い浮かべるだろうか。おそらくだが、これまで多くの日本企業はいくら売り上げたかに対していくら利益が残ったかという売上高利益率を発想することが一般的であったと思われる。一方、出した元手に対していくら利益を残したかが資本利益率の感覚である。こちらが欧米企業の発想と言われているが、定かではない。

〈目 次〉

1. はじめに
2. ROEと企業価値の定義
3. ROEと配当政策の関係
4. ROEと成長戦略・事業戦略との関係
5. 財務戦略と企業価値の関係
6. 日本企業のROE
7. おわりに

ただ、かつての成長過程にあった日本企業にとっては売上拡大とフローの利益を優先したことには合理性があっただろう。しかも、戦中戦後を通じて日本企業の成長資金を国策として供給し続けてきたのは主に銀行による負債調達であった。元手はそのための担保という理解にあったかもしれない^(注1)。こうしていつの間にか本来は株主に帰属するはずの資本の価値という概念がどこかにいったまま何十年も時が流れた。

自己資本利益率（ROE）に関する議論が喧しい。政府の成長戦略においてもROEという言葉が使われ、銘柄採用基準にROEを盛り込んだ株価指数が登場するほどROEが注目されることは想定しなかったものの、ROEや企業価値という概念に日本企業が気づいたのはもっと以前からではないだろうか。企業によっては何を今さらという向きも少なくないはずだ。ROEは株主と経営者にとって企業の経営成果を測定するモノサシと

して極めて有効である。そのため、企業価値を推計する上でも大きな威力を発揮する。しかしながら一方で、ROEと企業価値に関する様々な誤解も生じているように思われる。

以下2節で今さら聞けないROEの基本から出発し、財務マンや金融マンも往々にして誤解しがちなテーマに及ぶたい。3節以降ではROEが企業価値に作用するメカニズムを解説しながら配当政策、財務戦略、成長戦略、事業戦略等とのROEの関わりを検討していく。6節でデータに基づく日本企業のROEを概観する。企業の目的は企業価値の最大化である。ROEはその目的に対する一つの目安であって企業の目標数値として扱うには単純に過ぎる。これが本稿の主張の一つである。

■ 2. ROEと企業価値の定義

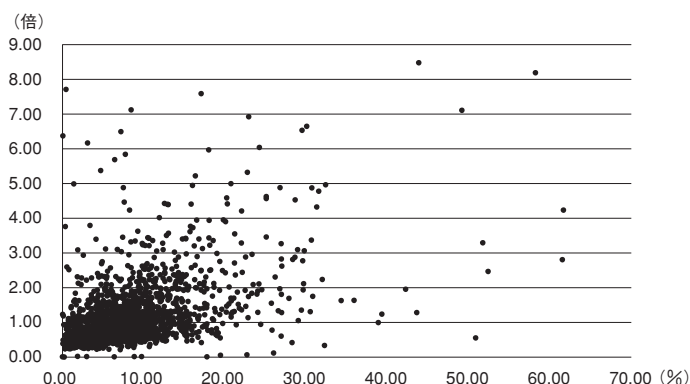
さて、ROEは当期純利益を自己資本で割ることで求められる。分母である「自己資本」の「自己」とは企業の所有者である株主を指しており、株主が出資した株主資本に一定の調整を加えた額である。一方、債権者は企業の所有者である株主にとって「他人」なので、債権者から調達した資本を「他人資本」と呼んでいる。ROEの分母には株主が出資した資本を持ってくる。だから分子には株主が受け取る額、すなわち債権者への利息や税金の支払いがすべて行われた後の純粋な株主の取り分である当期純利益を持ってこなければならない。株主にとっては自分が出資した資本

を企業がどれくらい増やしてくれたのかという言わば投資の運用利回りを直接的に意味する。一方、企業にとっても出資を仰いだ株主にどれだけ報いる能力を持っているか、それを万人に示す指標となる。

ROEを議論する前に企業価値を定義しておきたい。企業価値は企業が将来獲得すると予想されるフリーキャッシュフローを資本コストによって割り引いた現在価値である。企業は他人資本と自己資本によって得た資金（貸借対照表の右側）で資産を購入し（貸借対照表の左側）、本業を行うことでキャッシュという成果を生む。あくまで割り引くものは将来の予想キャッシュなので、資本コストは予想したキャッシュが獲得できないリスクの見返りとして出資者が企業に課すコストを意味する。したがって、出資者は最低限資本コストに見合う見返りを企業に要求し、企業にとっては資本コストが成果のノルマとなる。企業価値は分子の予想キャッシュが増えるか、分母の資本コストが低下しない限り拡大することはない。企業が価値を創造するのは、資本コストを上回る事業機会に投資を行い、キャッシュを獲得する場合のみである。

ではROEが高いと企業価値は高いのか。実際には一筋縄ではいかない問いである。仮に両者の間に相関があったとしてもROEのみの要因を抽出して証明する必要があるからだ。図表1はROEと純資産倍率（PBR）の関係を実際の数値で示している。黒字企業という条件付きだが、ROEが高い企業のPBR

(図表1) ROEとPBRの関係



(注) 株価は2014年3月末日を採用し、その時点で必要な財務データが取得できる上場企業全社を対象とした。

ただしROEがマイナスとなる企業ならびにPBR10倍を越える企業は示していない。

(出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

は高い、つまり株価は相対的には高く評価されている(注2)。

この関係は演繹的に導くことができる。PBRは株価を1株当り純資産(自己資本)で割って算出される。そこで、この式を1株当り当期純利益(EPS)をはさんで分解すれば、PBRは株価収益率(PER)とROEのかけ算になることがわかる(本稿では極力数式を使用せずに説明することが要求されているが、是非文末の脚注をご参照いただきたい(注3))。

つまり企業の株価が割高か割安かをPBRとPERで見る場合、PERに大きな差がないのにPBRが低いときは、企業の資本効率が悪いことが理解できる。PBRが低いということは株主の資本を有効に活用できていないため株主からこれ以上の資金調達には許されないということがコロラリーとして導かれる。

ちなみにPBRを企業の解散価値として「PBR1倍割れ」が揶揄されるが、1倍とい

う数字に大きな意味はない。なぜなら企業が実際に解散して資産を売却したとしても自己資本がそのまま確保されることはほとんどないからである。市場はそのことも織り込んだ上で株価を評価していると理解する方が妥当だろう。

3. ROEと配当政策の関係

ROEの水準によって企業の利益配分策も変わってくる。このことを株価モデルにしたがって検討してみよう。定率成長配当割引モデルでは、翌期の配当を資本コストと成長率の差で割ったものが企業価値となる。このとき、一般的に成長率はサステナブル成長率を用いる。サステナブル成長率は、獲得した利益から配当を支払った(つまりは社外流出した)残りの留保利益がどれくらいの割合で企業内に積み上がるかを内部成長として示

している。そのためサステナブル成長率は内部留保率にROEをかけることで算出される。つまり、ROEの比率分だけ自己資本が内部成長するという考え方である。

言い換えれば、稼いだ利益から株主に配当し、配当されなかった残りの内部留保分は翌期の自己資本に加算され、経営者は加算された分を事業に再投資することができる。加算された自己資本、つまりは株主が翌期に経営者に委託した資本からはROEの比率で利益が獲得されるということになるわけである。

このように考えると、株主が経営者に要求する資本コストとROEの差が重要になってくる。なぜなら、資本コストよりもROEの実績が高いのであれば株主は企業が獲得した利益を自己資本に加算して喜んで経営者に委託するだろう。しかし、ROEの実績が株主の要求する資本コストに満たないのであれば、当期に獲得した利益は経営者に委託するのではなく、資金を引き揚げて他の企業に投資した方がいいということになる。この株主の行動が企業の配当政策を通じて企業価値に影響を与えるのである。以上の説明も是非文末脚注をご参照いただきたい^(注4)。整理すれば以下ようになる。

① ROEが資本コストより高い企業 ($ROE > r$) は、配当を減らして事業に投資をした方が企業価値は拡大する。

② ROEが資本コストより低い企業 ($ROE < r$) は、配当を減らして利益を留保（事業に投資）すればするほど株価は下がる。つま

り企業価値を破壊する。

③ ROEが資本コストと等しい企業 ($ROE = r$) は、配当を支払おうが内部留保しようが、株価は一定である。この企業の配当政策は企業価値に影響しない。

以上のことは前節で述べた説明とも一致している。経営者の役割は、株主が要求する資本コストに見合う成果を上げて企業価値を拡大させることである。ROEが資本コストを上回ることができない経営者は、企業価値拡大のための有効な事業機会を創出することができないのだから獲得した利益はすべて株主に返還しなければならないという理屈である。

■ 4. ROEと成長戦略・事業戦略との関係

企業価値の視点から見ればROEが成長性と密接な関係にあることがわかる。企業がとるべき成長への選択肢はROEの水準によって異なる。

仮に利益成長率が全く同じ企業があったとしても、ROEが高い企業の方がより少ない資本投資で利益を成長させていることになる。投資が少ないので生まれるキャッシュが大きくなり、企業価値が拡大する。この場合の「より少ない資本投資で」という程度は成長率をROEで割った投資率によって表すことができる。投資率は1の成長をするのにどれくらいのROEが必要かという意味である。

自己資本には資本コストというコストがかかっているため、ROEが資本コストより低いと成長のための投資は許されない。というよりそれは成長とは呼ばない。結論として、ROEが改善したとしても、依然として資本コストよりROEが低い企業は利益の成長を目指すと逆に株主の投資効率を悪化させ、企業価値を破壊することになる。

資本の投資効率にはひとまず眼をつぶって、まず企業は成長を目指すべきとの見解もあるだろう。あるいは、ROEに執着すると企業は成長投資を拡大するよりも、分母である自己資本を減らしたり、事業売却などで事業自体を縮小したり、規模の拡大を犠牲にしながら縮小均衡に向かうのではないかという批判もあるようだ。これらの考え方は成長がやがては株主の投資効率を改善するとの期待に基づいている。しかし、それはよほどの成長マーケットを持った企業のケースを想定しなければならない。成熟したマーケットの企業でROEが資本コストを下回っているということは、ビジネス上でまず何らかの問題を抱えていると考えるべきである。

その問題を探る手法として、ROEを売上高当期純利益率と総資産回転率とレバレッジに三分解することがある。しかし、純利益を使うため実務的な管理には応用しづらい。むしろ、ROAとレバレッジがROEを作ると考えた方がいいだろう^(注5)。ROAは本業の利益率と企業が持つ総資産の回転率のかけ算として二分解される。このようにしてROEは、

事業の収益性、投資戦略と資源配分の妥当性、そして財務戦略の巧拙といったものを浮き彫りにする。ただし、単一事業でない限り、企業全体のROEを分解しても大きな意味は見出せない。ROEの分解分析は事業分野別、あるいは製品別にブレイクダウンすべき手法である。個別の事業において、利益率を上げるのか、回転率を上げるのか、といった具体的な事業戦略を明確にしなければROEの目標値のみを掲げても株主にとっては全く意味がない。この点も強調しておきたい。

■ 5. 財務戦略と企業価値の関係

ROEを改善しようと思えば、自己資本を小さくするような財務戦略を選択すればよい。その結果、ROEが高まって企業価値拡大につながると期待される。しかし、このロジックは明らかに間違いである。企業価値の拡大は獲得する予想キャッシュの現在価値を高める以外に方法はない。財務構造を変えても企業価値は変わらない。

たとえば、社債を発行して自己株取得を行えば、自己資本が縮小するとともに負債が拡大し、レバレッジが高まることによってROEが改善される。この財務戦略はコストの高い株主資本の比率を低下させることとなり、同時に株式数を減少させるため1株当たり利益（EPS）が増加する。良いことづくめの結果、企業価値が拡大する。これが比較的よく耳にする誤解である。確かにPERが変わら

なければ時価総額は拡大するだろう。しかし、そうは問屋が卸さない。負債が増加してレバレッジが高くなると、株主が得るキャッシュフローの不確実性が高まるため株主はより高い資本コストを企業に要求することになる。株主資本の比率が低下しても、実はその分こうして株主資本コストは上昇してしまう。その結果、PERは低下し、EPSの上昇は打ち消される。自己株取得によって資本構成を変えても価値の創造が起こらない限り企業価値は拡大しないことが原則なのである。

このような理屈を「価値保存の法則」と呼んでいる。企業価値は貸借対照表の左側の資産によって決まるのであって、その資産を購入するために企業が調達する負債と資本の比率で決まるのではない。これは誰もが一度は耳にしたことのあるモジリアーニとミラーが説いたMM理論なのだが (Modigliani and Miller [1958])、多くの人がMMは完全市場という前提なので現実ではないとして、このことを忘れてしまう。MMは、企業価値は調達の方法ではなく、経営者がどのような資産をどこにどれくらい投資するかという投資戦略によって決まるという真理を主張している。負債を増やして企業価値が拡大する理由はMMにおいて節税効果のみである (注6)。

もちろんMM理論は完全競争を前提としているため、この前提を取り除くことによってMMとは全く別の世界を想定することが可能である。現実の世界では財務戦略を工夫することによって企業価値を拡大する余地が存在

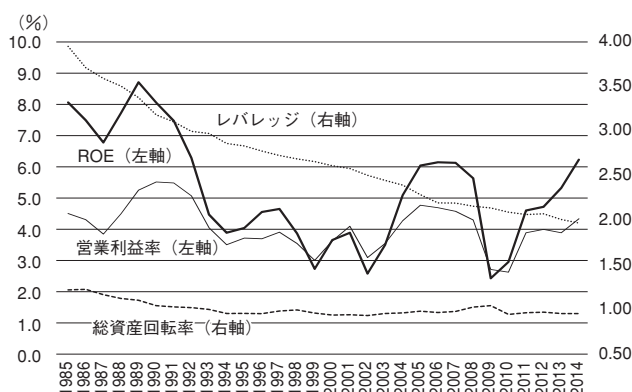
する。しかし、上記のようなロジックとはやや異なる。負債を保有することによって経営者に緊張感を与え、過剰投資を抑止するといったエージェンシー理論等のアプローチとなる。あるいは、本業の収益性が高い企業が負債を調達してさらなる事業拡大を行うことで、獲得するキャッシュの増加が事業リスクの上昇を上回る場合は企業価値が拡大する。このようなアプローチを前提とした財務戦略であれば話は別だが、その場合も各企業の属性によって対応や効果がかなり異なる。自己株取得や配当政策を含めた財務戦略は極めて重要である。しかし、財務戦略と企業価値の関係を正しく理解し、自社の事業に合致した手段をそれぞれの企業が考える必要がある。

■ 6. 日本企業のROE

ROEが高ければ良いというわけではない。ROEを株主のリターンと考えるならリターンとリスクはトレードオフの関係である。ROEが高いということは事業リスクも高いということを意味している。結局のところ先に述べた資本コストと同じ考え方である。昨今、日本企業のROEの低さが指摘されているのは、資本コストという概念が定着し、気づいてみれば、そもそも社会が想定している事業リスクに比較しても日本企業のROEはあまりに低いということだろう。

本節では日本企業の資本利益率の特徴をマクロ的視点から概観してみたい。図表2は

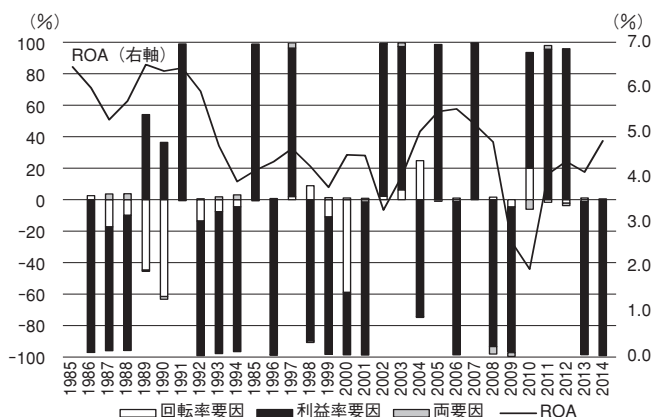
(図表 2) 日本企業のROE分解トレンド



(注) 対象はデータ取得が可能な上場企業全社、各年の中央値を採用。

(出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

(図表 3) ROAの要因分析



(注) 対象はデータ取得が可能な上場企業全社、各年の算術平均値を採用。前年対比でROAの変動要因を三要因の100%積み上げ棒グラフで示している。プラスの場合は上段、マイナスの場合は下段に表示される。

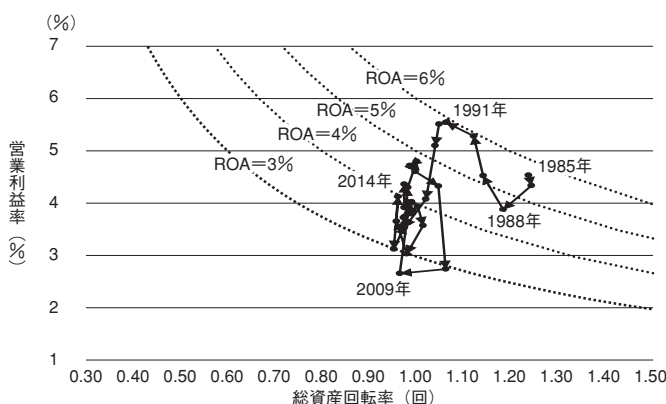
(出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

1985年から2014年までの約30年間にわたる全上場企業のサンプルを用いた集計結果である。ここではROEをROAとレバレッジの積と捉え、またROAを営業利益率と総資産回転率の積と捉えることによって、日本企業のROEと利益率、回転率、レバレッジのトレ

ンドを示したものである。なお、図表2はそれぞれの各年の全上場企業の中央値を採用してグラフを作成している。

30年間を通じてレバレッジと回転率はほぼ一貫して低下トレンドにあることがわかる。このことが日本企業のROE形成において構

(図表 4) 利益率と回転率の変化推移 (1985年～2014年)



(注) 対象はデータ取得が可能な上場企業全社、各年の中央値を採用。

(出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

造的な影響を及ぼしていることももちろん指摘できるのだが、次に注目すべきことは、ROEのトレンドが営業利益率と平行に連動している点である。日本企業の資本利益率はレバレッジや回転率ではなく、営業利益率による影響が圧倒的に大きいと言える。

そこで、図表3では全上場企業のROA平均値を再び集計し、毎年のROAの変化が利益率によるものなのか回転率によるものなのか要因分析を行った。要因は回転率要因、利益率要因、両要因の三つで、それぞれ100%の積み上げグラフによって示されている(注7)。ROAが前年より上昇した場合はグラフ上段のプラス域、低下した場合はマイナス域で各年の変化要因が色別に分類されている。全体的に黒塗りの利益率要因が目立つことがわかるだろう。短期的に見ても資本利益率の変動は回転率ではなく利益率による影響が大きいと思われる。ただ、傾向を捉えるならば2000

年までは回転率の影響もあったものの2000年以降は特に利益率の影響が大きい。

図表4は、縦軸に利益率、横軸に回転率をとって各年の数値をプロットした上で時系列の動きを明らかにするため矢印で結んでいる。さらにROA 3%ラインから6%ラインまでの無差別曲線を加えた。ROAは利益率と回転率の積なので、このライン上にある時はROAの水準が同じだが、利益率と回転率の違いによってプロットの位置が異なる。たとえば、1985年と1991年はほぼ6%のライン近くにあるのでROAは変わらないが、1991年が左上にあるということは、1985年に比べて回転率が悪化した、利益率の改善によってROAの水準が維持されたと判断できる。

1985年から2000年までプロットは徐々に左に移動している。つまり回転率は悪化しているが、回転率の悪化は2000年以降で底を打ち、その後は線が縦に大きく上下している。回転

率悪化がとどまり、利益率が大きく動く中でROAも変化していることが明らかである。

図表2と合わせると2000年以降、回転率とレバレッジは緩やかに低下していくが、実際にはROEにあまり大きな影響を与えていないと言えそうである。ROEを改善するという目的において、財務戦略を工夫したり資産のリストラを行うことは引き続き必要な条件である。しかし、本節から読み取れることは、それ以上に営業利益率という本業のビジネスモデルへの対応がより重要という示唆だろう。ROEが低いという現実直面しているのであれば、まずビジネスモデル自体の再検討が必要である。なぜなら、本来そのビジネスが持っているリスクに応じたリターンを、現在は獲得できていない可能性を意味するからである。

■ 7. おわりに

企業価値の拡大には長期的な経営視点が必要であり、またすべてのステークホルダーへの考慮が欠かせない。企業価値は経営への評価に対して公平かつ網羅的である。企業の目的はROEの改善ではなく、企業価値の拡大にあることを忘れてはならない。極端に歪な財務構成にはもちろん修正の余地がある。しかし、企業価値を創造するのは結局のところ、自社の事業戦略がどのように競争優位を発揮するかを地道に分析し、実行する企業努力ではないだろうか。

企業は、株主が出資した自己資本と債権者が出資した他人資本によって事業への投資を行う。株主は年金を運用する運用機関や生損保といった機関投資家か個人投資家であり、この資金は一般労働者の将来生活を担保する財産を意味している。財産を預かり、そのおカネでヒトとモノを支配して事業を行うのが経営者である。限られた資源を最大化することが経営者の役割であり、企業価値やROEはだれがその資源を最大化できるのか、つまりはだれに支配を任せるべきかというシンプルな判断基準である^(注8)。必ずしも効率性の良し悪しのみを表す指標ではない。仮に現在のROE改善策に効率化や縮小化という印象がつきまとうとすれば、それはこれまで長い間、日本企業があまりにも安易な拡大戦略を続け、限られた資源を一時的に委託されているという意識が薄かったと言わざるを得ない。

〔参考文献〕

- ・宮川壽夫 [2013]、『配当政策とコーポレート・ガバナンス～株主所有権の限界』、中央経済社
- ・Brealey, R.A., S.C.Myers, and F. Allen, [2013], 'Principles of Corporate Finance', McGraw Hill Higher Education.
- ・Modigliani, F. and M.H.Miller, [1958], "The cost Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, No3. pp.575-592.

(注1) 戦中戦後にわたって日本では特殊な金融システムが形成され、日本企業の特徴とされてきた。

この歴史については宮川 [2013] の「補章」87p以降を参照のこと。

(注2) 図表1のように黒字企業をサンプルとすれば、PBRとROEは有意に正の相関を示すが、赤字企業を含めると有意に負の相関を示す。このことはPBR=PER×ROEの式からも明らかであろう。

(注3) 株価をP、1株当たり自己資本をBVとする。
1株当たり当期純利益（EPS）をはさんで分解すればPBRはROEの関数であることがわかる。

$$PBR = \frac{P}{BV} = \frac{P}{EPS} \times \frac{EPS}{BV} = PER \times ROE \cdots (1)$$

(注4) 株価をP、配当をDIV、資本コストをr、成長率をg、配当性向をkとする。定率成長配当割引モデルは以下で与えられる。

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} \cdots (2)$$

一般的に、このときのgは内部留保率にROEをかけたサステナブル成長率を用いる。また、内部留保率は配当されなかった残りなので1-kである。したがって、

$$g = (1-k) \times ROE \cdots (3)$$

また、翌期の配当DIV₁は翌期の1株当たり当期純利益に配当性向をかけたものなので、

$$DIV_1 = k \times EPS_1 \cdots (4)$$

(3)式と(4)式を(2)式に代入して整理すると(5)式が得られる。

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{k \times EPS_1}{r - (1-k) \times ROE} \\ &= \frac{k \times EPS_1}{r - ROE + k \times ROE} \\ &= \frac{EPS_1}{\frac{(r-ROE)}{k} + ROE} \cdots (5) \end{aligned}$$

(5)式について。ROEが資本コストrより低いと「r-ROE」が正の値を取るため、配当性向kを小さく

くして内部留保を大きくするほど分母の値が大きくなり、株価Pは小さくなる。ROEがrより高い場合はその逆となる。r=ROEのとき分母左辺は消えて株価は配当の影響と無関係となる。

(注5) ROEとROAは以下のような関係になっている。

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - i) \frac{D}{E} \right\} (1-t)$$

i：有利子負債利率、D/E：負債比率、t：税率
つまりROEはROAの水準に大きな影響を受ける。特に外部資金を調達するコストであるiをROAが上回る企業（外部資金の調達コストを本業から得る利益が上回る企業）は負債を増やすことでROEが拡大する。本業の収益性と財務戦略の巧拙がROEに表れることを示唆している。

(注6) 本節はBrealey, Myers and Allen [2013] の解説を参考にした。

(注7) この要因分析については以下のような計算を行った。

$$\begin{aligned} \text{利益率要因}_t &= (\text{利益率}_t - \text{利益率}_{t-1}) \times \text{回転率}_{t-1} \\ \text{回転率要因}_t &= (\text{回転率}_t - \text{回転率}_{t-1}) \times \text{利益率}_{t-1} \\ \text{両要因}_t &= (\text{利益率}_t - \text{利益率}_{t-1}) \times (\text{回転率}_t - \text{回転率}_{t-1}) \end{aligned}$$

(注8) 企業価値の拡大が厚生経済に影響を与え、企業価値の毀損は企業一社の問題にとどまらない。この議論は宮川 [2013] のp28～p34、p51などを参照のこと。

