

誰のためのROEか

EY総合研究所(株) 未来経営研究部 上席主任研究員 深澤寛晴



▶ Hiroharu Fukasawa

一橋大学経済学部卒業後、大手日系シンクタンクに入社。エコノミスト、通商産業省（現経済産業省）出向などを経て、2001年より外資系投資顧問会社にて年金営業支援業務。04年より大手日系シンクタンクにて企業財務戦略部フィナンシャル・アナリストなどを歴任。14年9月EY総合研究所(株)入社。コーポレートガバナンスなど、資本市場対応全般を専門分野とする。

I はじめに

近年のコーポレートガバナンス改革に伴い、自己資本利益率（ROE）に対する注目度が急速に高まっています。一方で、ROEは株主・投資家（以下、投資家）が自らの利益のみを追求する目的で使う指標であり、投資家以外のステークホルダーにとって有用な指標ではない、との意見も根強く聞かれます。

今回は、ROEをめぐる近年の動きを振り返り、さらに日本企業の現状を概観した上で、さまざまなステークホルダーの視点から「誰のためのROEか」について考えます。

II ROEをめぐる動き

1. 政策：日本再興戦略、伊藤レポート、コーポレートガバナンス・コード

安倍政権が進める日本再興戦略は、コーポレートガバナンスの強化を推進しており、その成果指標（KPI）としてROEを掲げています。また、一連の政策の理論的背景となっている伊藤レポート^{*1}は、「グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべき」としています。

また、昨年6月にスタートしたコーポレートガバナンス・コードは、原則1-3において資本政策の基本的な方針についての説明を、原則5-2では収益力・資本効率などに関する目標の提示を求めています（<表1>参照）。コーポレートガバナンス・コードは原則主義を採用しているため資本政策や資本効率といったキーワードについての解釈は企業に委ねられていますが、代表的な指標の一つとしてROEを想定しているのは間違いないでしょう。ROEという指標が政策的なお墨付きを得たと言っても過言ではない情勢です。

▶表1 コーポレートガバナンス・コード

【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

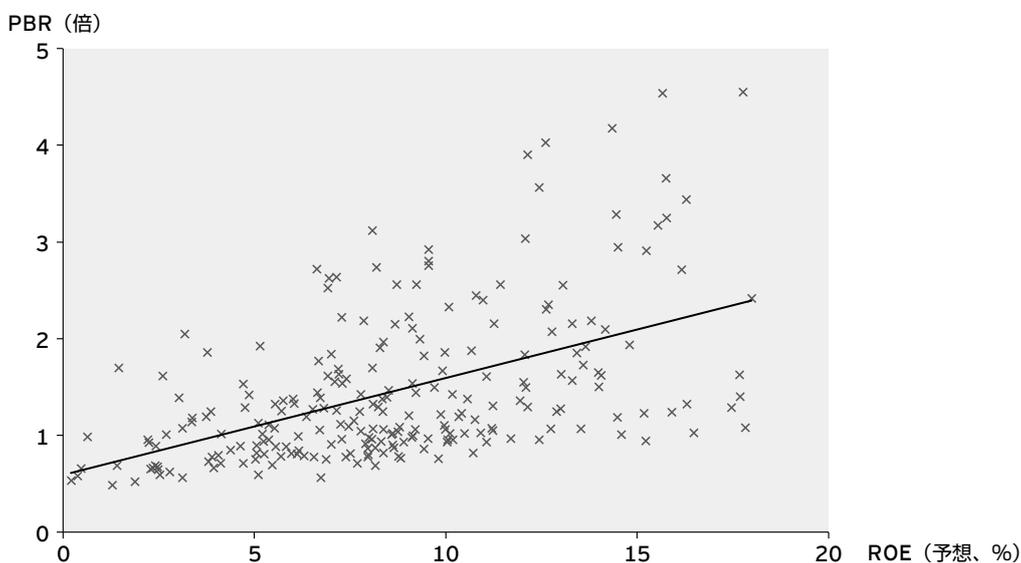
経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

出典：東京証券取引所

*1 正式には「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「最終報告書」。2014年8月6日付で経済産業省から公表されている。

*2 「平成27年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」（16年3月23日公表）

▶ 図1 主要企業（製造業）のROEとPBR



出典：QUICKからEY総合研究所(株)作成

* 対象：TOPIX500に採用される製造業のうち、会社予想利益を公表していない企業、ROEおよびPBRが図の範囲に収まらない企業を除く236社。16年3月28日時点（15年度権利落ち前最終日）。

2. 資本市場：投資家の投資判断と議決権行使

生命保険協会が行った調査^{*2}によると、経営目標として重視すべき指標としてROEを挙げた投資家は79.8%に達しています。実際、ROEが高い企業は株価純資産倍率（PBR）が高い、すなわち、株価が高い傾向は明らかですから（<図1>参照）、投資家が投資判断のためにROEを重視するのは自然でしょう。

近年では、議決権行使においてもROEを重視する傾向が強まっている点も見逃せません。議決権行使助言の世界最大手ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）は、15年2月から過去5年平均および直近年度のROEが5%を下回る企業の経営トップの選任議案に反対する助言基準（ポリシー）を採用しています。実際、ROEが過去5年平均および直近年度ともに3%台と低迷した食料品大手A社では、同年3月に行われた株主総会における取締役会長の選任議案に対する賛成率が、前年の94.2%から78.3%へと大きく低下しています。

ISSのポリシーが影響力を持つのは外国人機関投資家が中心とされますが、国内の機関投資家も類似の傾向があるようです。生命保険協会の調査^{*2}では、議決権行使において重視する観点について「業務・財務

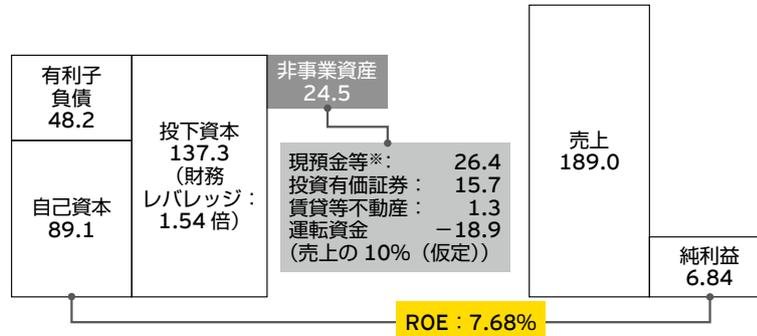
状況（ROE等）」を挙げる投資家が65.5%（前年は58.1%）に達し、「コーポレートガバナンス体制」の58.3%（同62.8%）を上回りました。これまでは投資判断が中心でしたが、議決権行使においてもROEの重要性が高まっていると言えます。

III 日本企業のROE（現状と試算）

主要企業（製造業）のROEにつき、合算値で見ましょう（次ページ<図2>参照）。自己資本89.1兆円に対して純利益は6.84兆円であり、ROEは7.68%とISSが求める5%を上回り、伊藤レポートが求める8%に迫る水準です。製造業全体で見ると、直近の日本企業のROEは投資家の期待に応える最低ラインをほぼ達成している、と言ってよい現状です。

一方で、投資家の視点からは課題もあります。自己資本に有利子負債を合わせた投下資本137.3兆円のうち、3割強に当たる43.4兆円が金融資産や賃貸等不動産に充当されている点です。運転資金を賄うために一定の現預金は必要と考えられますが、投資家の論理に従えば、それを上回る分については製造業としての事

▶ 図2 主要企業（製造業）のバランスシートとROE（実績、兆円）



※ 現金等は現金・有価証券・預金の合計

出典: QUICK から EY 総合研究所 (株)作成

* 対象: TOPIX500 指数に採用企業のうち、製造業かつ日本の会計基準を採用する215社 (決算期を変更した企業を除く) の15年中に終わった決算期

* 自己資本、有利子負債および(非)事業資産は平均残高

業に直接的に寄与しない非事業資産となります。ここでは売上の10%^{※3}に当たる18.9兆円を運転資金として必要な現金の水準と仮定しましょう。残る24.5兆円が非事業資産となり、これを株主還元あるいは設備投資やM&Aなどの事業投資に充当すれば、ROEはさらに上昇するはずです。

まず、株主還元を充当するケースを考えてみましょう。非事業資産のうち賃貸等不動産を時価評価^{※4}し、さらにその他有価証券および賃貸等不動産について売却時の税金負担を考慮すると、株主還元を充当できるのは22.3兆円となります。これを株主還元を充当すれば自己資本は25%減少し、66.8兆円となります (<図3>参照)。一方、純利益については、非事業資産からの損益 (受取利息・配当金、有価証券の評価・実現損益および賃貸等不動産からの損益) を差し引いても6.00兆円と12%減にとどまります。この結果、ROEは8.99%まで上昇する計算になります。

また、前記の22.3兆円を事業投資に充当した場合はどうでしょう (<図4>参照)。投下資本から非事業資産を除いた事業資産115.0兆円は5.22% (= 6.00 ÷ 115.0) の投資収益率となっています。設備投資やM&Aによって同程度の投資収益率につながる事業資産を獲得すれば、純利益は1.17兆円増の7.17兆円となり、ROEは8.05%まで上昇する計算になります。

IV 誰のためのROEか

1. 投資家のため、家計のため

前節の議論を踏まえると、ROEが投資家のための指標であることは明らかでしょう。前ページ<図1>の傾向線に当てはめると、ROEが<図2>の7.68%の場合にはPBRは1.36倍ですが、<図4>の8.05%、<図3>の8.99%の場合には、それぞれ1.40倍 (+2.7%)、1.49倍 (+9.6%) となります。このように株価に直結する以上、投資家の論理として、ROEを重視しない方が難しいと言えるでしょう。

また、投資家が運用している資金の出どころは投資信託や年金基金であるため、日本企業のROE向上によりその運用収益が高まれば、家計もメリットを享受することができます。ROEは投資家および家計のための指標と言えます。

2. 企業のため

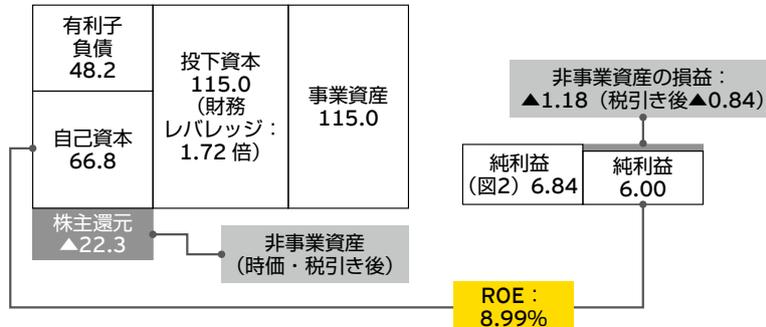
では、ROEは企業にとって望ましい指標なのでしょうか。前節で述べた通り、非事業資産を株主還元や事業投資に充当すれば、ROEは向上する計算になります。これによって株価が上昇すれば資金調達に有利になるでしょうし、ISSや機関投資家の支持を得ることができれば株主総会における会社提案議案の賛成率も高くなるでしょう。このように資本市場 (株式市場) との

※3 現金等の保有が売上の10%以下という企業は215社中71社と全体の約1/3。また、最小は1.4%。

※4 賃貸等不動産については、時価は開示されているものの、バランスシート上で時価評価はされていない。



▶ 図3 主要企業（製造業）のROE（実績）：非事業資産を株主還元に応じた場合



出典・対象・注：＜図2＞参照

* 非事業資産に対する税率は其他有価証券に対する税率、非事業資産の損益に対する税率は税前利益に対する税率を使用（受取配当金は50%は益金不算入と仮定）。実際には非事業資産を売却・株主還元した後でも、運転資金に対して一定の受取利息が見込まれるが、ここでは単純化のため、受取利息がゼロになると仮定。

関係において、ROE向上のメリットは少なくありません。

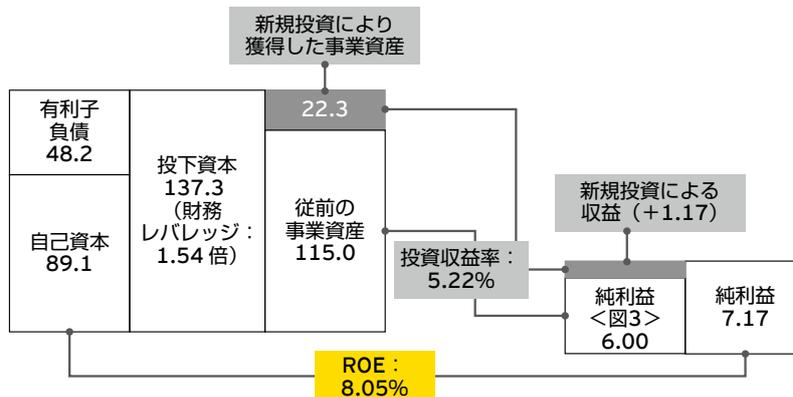
一方、資本市場との関係以外では、ROEを重視することのデメリットを指摘する声も多く聞かれます。例えば、拙速な株主還元は、財務健全性の悪化や将来に向けた投資資金の不足といった悪影響をもたらすことが懸念されます。実際、＜図3＞では財務レバレッジが1.54倍から1.72倍へと大きく上昇しており、ROE上昇と引き換えに財務健全性が悪化していることが分かります。事業投資についても同様です。現実には設備投資やM&Aが想定した結果につながらず、固定資産やのれんの減損に追い込まれる事例も散見されます。実際、＜図4＞では現状の事業資産と同程度の投資収益率が見込まれる新規投資を前提にしてはいますが、現状の事業資産が過去からの経営努力の蓄積であることを踏まえると、新たな投資資産からすぐに同

程度の投資収益率を得られるというのは、やや楽観的な前提であることも否めません。このように、目先のROE向上にとらわれた拙速な株主還元や事業投資が中長期的な企業価値を損なう可能性は否定できません。

しかし、ROEはうまく使えば事業・財務戦略の精緻化という形で、企業価値に貢献することができます。前節では非事業資産の活用方法として①株主還元と②事業投資に限定して議論しましたが、実際にはこのほかにも③有利子負債の削減に充当する、あるいは④手元資金として保有を継続する、といった選択肢もあります。なお、③および④を選択した場合は、直接的にはROE向上につながらない点に注意してください。

重要なのは、①～④のいずれかの選択肢を実行する段階ではなく、どの選択肢を採るのかについて熟慮するプロセスです。ここでは、事業から将来的に得られるキャッシュ・フローの見通しの不確実性、すなわち

▶ 図4 主要企業（製造業）のROE（実績）：非事業資産を事業投資に応じた場合



出典・対象・注：＜図2＞、＜図3＞参照

事業リスクがポイントになります。事業リスクが高いと判断する場合は、ROE向上よりも財務健全性を優先する（財務レバレッジを抑えて手元資金を多めに保有する）、逆に事業リスクが低いと判断する場合にはROE向上を優先する（財務レバレッジを高め手元資金は圧縮する）、というのが全体的な方向性になります。これを前提として自社の事業リスクを徹底的に精査し、ROE向上と財務健全性の綱引きの中で最適解を導出する、というプロセスが求められますが、そのプロセスは事業・財務戦略の精緻化を必要とします。

例えば、保守的な企業では安易に（事業リスクを徹底的に精査することなく）事業リスクが高いと判断し、③や④を選ぶ傾向があるのではないのでしょうか。また、事業投資の旺盛な企業では、事業投資（特にM&A投資）の案件について収益性（リターン）については精査するものの、リスク（特にリターンとのバランス）についての精査が不十分なまま、実行してしまう（②を選ぶ）ケースがあると考えられます。いずれも事業・財務戦略について精緻化する余地が少ないケースと言えるでしょう。ROE向上を強く意識することで将来的な投資を含めた事業リスクを十分に精査するようになれば、見逃していたさまざまな要因が浮かび上がってくると考えられます。

「うまく使えば」というただし書きこそ付くものの、ROEは企業のための指標と言ってよいのではないのでしょうか。

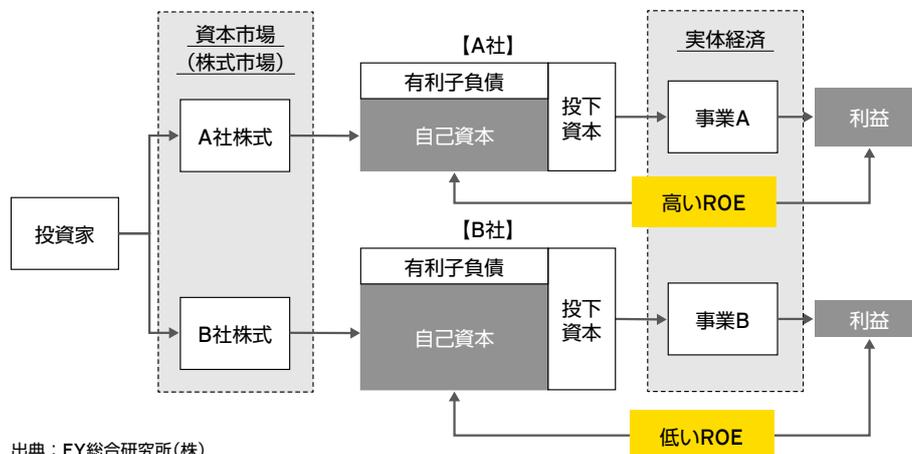
3. 経済のため

ROEはミクロ（個別企業）にとどまらず、マクロ（経済全体）の視点からも重要な指標です。経済が活性化し、成長するためには資金効率の良い事業に資金を配分するという機能が重要になります。日本のような資本主義経済では資金の配分を担うのは資本市場^{※5}、特に株式市場です。

<図5>に示す通り、株式市場において投資家が売買するのは株式ですが、その資金は企業を通じて事業に投じられます。投資家は、少ない資金で多くの利益を上げる（資金効率の良い）企業・事業を高く評価し、逆に多くの投資資金を投じてもわずかな利益しか上げられない（資金効率の悪い）企業・事業を低く評価します。<図5>では、A社・事業Aは資金効率が高く、B社・事業Bは資金効率が低くなっています。この評価は株価に反映され、株価の高い企業は有利な条件で資金を集めることができますが、株価の低い企業はそうはいきません。それだけではなく、株主還元により資金を株主に返すことを要求される、さらには被買収リスクにさらされる、といった事態も否定できません。結果として、資金効率の良い企業に資金が集まり、経済全体の活性化・成長につながります。

<図5>に示す通り、株主の資金（企業会計上は自己資本として扱われる）がどれだけの利益につながったのかを測る指標がROEなのです。ROEを重視することは、資金効率の向上を通じて、経済全体が活性化・成長につながるのです。

▶ 図5 株式市場を通じた資金の流れ



出典：EY総合研究所(株)

※5 資本市場以外の資金配分の担い手として想定されるのが政府。社会主義経済では政府が資金配分の主役となる。



IV おわりに

今回はROEについてさまざまな視点から考えてみました。ROEは投資家、家計、企業、および経済のための指標と結論付けることができます。一方で、「うまく使えば」というただし書きが付く点も見逃せません。企業による拙速な株主還元や事業投資が企業価値を損なう可能性があることを指摘しましたが、投資家による資金配分についても同様です。過度な短期志向による資金配分は、むしろ経済の活性化・成長を妨げる可能性すら否定できません。ROEはもろ刃の剣、と言ってもよいでしょう。

冒頭で述べた通り、ROEに対する注目度が高まっている今日、上場企業にとってROEは軽視しがたい指標と言えます。そんな中でROEが自社のためになるのかならないのか、といった議論に終始しては、外部からの圧力による「やらされ仕事」でROE向上に取り組む事態になり、これではROEというも

ろ刃の剣の悪い面の方が強く出かねません。ROEはどのような意味で重要で、どのように「うまく使えば」自社のためになるのかといった議論を尽くすことで、ROEの良い面を引き出す姿勢の方が重要ではないでしょうか。

お問い合わせ先

EY総合研究所(株) 未来経営研究部
E-mail : EYInstitute@jp.ey.com

Pick up Information

EY総合研究所(株)では、「シリーズ：企業価値向上のためのコーポレートガバナンス」として関連する情報を継続的に発信しています。

それらの中から、注目のテーマを扱った記事や新たに事例調査・分析を行ったレポートを中心に、冊子「コーポレートガバナンス 企業価値向上のためのポストCGコード対応」として編纂しました。



「コーポレートガバナンス
企業価値向上のためのポストCGコード対応」

eyi.eyjapan.jp/knowledge/future-business-management/2016-04-14.html

本冊子のコンテンツは以下の通りです。

- I ポストCGコード時代に求められる企業の対応（総論）
- II 取締役会が担うべき監督機能とは？
～欧米企業のベスト・プラクティスを踏まえて
- III 取締役会評価の「前提と実践」に関する実務面の検討
- IV 政策保有株式の検証に関する実務