



真の ROE（自己資本利益率）を考察する

鈴木 誠
志 村 正

要旨

わが国では、コーポレートガバナンスコードが公表された2015年以来、ROE（自己資本利益率）に関する注目が集まるようになった。さらに、2017年の安倍首相によるニューヨーク証券取引所におけるスピーチにおいて、資本コストへの経営者の意識向上が唱えられると、多くの新聞や経済誌ではこれらの経営尺度が取り上げられることが多くなった。

他方で、これらの経営尺度は、実態をつかむ上で問題が少なくない。指標としては極めて単純ではあるが、例えば、利益項目には調整が可能な部分があったり、分母となる自己資本を時価とすべきか、簿価とすべきかといった問題が解決されずにある。本研究ノートでは、真の企業価値を測る上でどのような会計指標を用いることが合理的であるかを考察した。その結果、過去の実績値を基礎とした簿価や現在の市場価格を反映した時価ではなく、企業の本源的な価値 Intrinsic Value が有効であろうと考えている。

キーワード：ROE 自己資本 簿価 時価 本源的価値

(受理日 2019年1月31日)

文教大学経営学部

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

Tel 0467-53-2111(代表) Fax 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

真の ROE（自己資本利益率）を考察する

鈴木 誠*
志村 正**

はじめに

コーポレートガバナンスコードが東京証券取引所によって2015年に公表された。その基礎となった研究に「伊藤レポート」がある。伊藤レポートとは経済産業省より2014年に最終報告された「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～」プロジェクトの取りまとめ役が伊藤邦雄教授（元一橋大学）であったことから、このように呼ばれるようになった。とりわけ、本最終報告書ではわが国企業の目標となる収益率として ROE（自己資本利益率）が 8% となることが掲げられている。当時は、ROE の水準が欧米企業と比較して、8% という水準は、2桁を超える¹⁾ アメリカ、イギリス、ドイツなどと比較して見劣りする点が問題視されていた。ROE を分解するならば、以下式 - 1 のように表され、その要素となる PER（株価収益率）の逆数と PBR（株価純資産倍率）の積として表される。

$$ROE = \frac{E}{B} = \frac{E}{P} \times \frac{P}{B} \quad (\text{式 - 1})$$

ただし、E は税引き利益、B は株主資本、P

は株価とする。

2014年時点における東証1部上場企業の時価総額加重 PER の月次平均は19.4倍、PBR は1.1倍であるから、ROE は5.7%に過ぎなかった。当時からすれば、4割増しの水準を目標として掲げたことはわが国の国内状況を鑑みると、勇気の必要な水準であったかもしれない。しかし、世界水準で見ると、2桁に至らない目標 ROE は取るに足りない水準である。さらに、景気が過去最長の拡大を謳われる中で2018年末の ROE は7.38%と目標の8%にすら至らないのが現状である。

本稿は、真の企業の価値について考察する。上記の ROE の分母とされる簿価の株主価値についての検討とそれに代わる指標について検討することを目的とした研究ノートである。

1. ROE の指標性についてのレビュー

企業価値とは総資産から外部資本となる負債を控除した値、すなわち純資産が真の企業価値となる。純資産はかつて、「自己資本」あるいは「株主資本」と呼ばれていた経緯もあり、ROE の名称もかつての名残から「自己資本利益率」と変わらず呼ばれている。本稿においても、「純資産」を「株主資本」あるいは「自己資本」と呼ぶこととする。

* 文教大学経営学部 教授

✉ mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

** 文教大学経営学部 教授

✉ shimura@shonan.bunkyo.ac.jp

企業の所有者が株主であって、株主の投下した資本に対する利益率を測る上での適切な指標として、自己資本利益率は極めて簡明である。利益として認識する値は、株主の持ち分となる当期最終利益（いわゆるボトムライン）である。一方、株主の投下した資本は株主資本に区分される値が用いられる。一見すると合理的とみられる自己資本利益率ではあるが、問題点は少ない。

これまで、ROEの弱点やROEを経営目標や投資尺度とすることの欠点について議論されてきた。例えば、次のようないくつかの点が指摘できる。

まず、ROEの分子はフロー数値、分母はストック数値である。それで、分母の数値をフローの数値に近づけるために期首と期末の平均値を使用することが一般的である。しかし、それは厳密な意味においてはフロー数値にはならない。また、ROEの計算式の分子の当期純利益は会計上の利益であり、会計政策の影響を受け、また比較的容易に操作しやすい。営業利益や経常利益がマイナスであっても、例えば含み益をもつ土地や保有株を売却して当期純利益をプラスにすることも可能である。

また、ROEは株主重視の指標とされているものの、ROEの分母の自己資本は帳簿価額（簿価）で示されているため、株主や投資家サイドから見れば、その収益性（利回り）を測定するには適切ではない。株主の投資額つまり株式時価総額に対する利益率（安達, 1997, 4ページ）で評価することが必要である。自己資本の簿価を用いるとしても、採用する会計基準によっても、株主資本と自己資本の内容が異なる。日本の会計基準を採用すれば、株主資本と自己資本は（式-2）のような関係があるが、米国基準

を採用していれば、自己資本という用語はなく株主資本は日本基準の自己資本に相当する。IFRS基準では、自己資本ではなく親会社の所有者に帰属する持ち分として示されている。

自己資本 = 株主資本 + その他の

包括利益累計額 (式-2)

「その他の包括利益累計額」には、その他有価証券評価差額金、為替換算調整勘定などが含まれる。日本の会計基準を採用する場合、自己資本は為替相場や株式市場の影響を受けて増減する。その影響は（式-2）のその他包括利益累計額に反映される。円安・株高のケースに見られるように、ある場合には、自己資本の増加率が利益の上昇率を上回ってROEを低下させることもある（藤田, 2016）。

伊藤レポートではROEを経営指標として採用することを推奨するものの、ROEを経営指標や投資指標として用いることの問題点について次のような指摘が見られる。

第1に、ROEを経営指標として採用したとしても、その向上が必ずしも経営業績の改善を表さない場合がある点がROEの難点としてあげられる。例えば、自社株買いを行ったり増配を行うことによってROEを高めることはできるが、これは経営業績の成果だとは言えないだろう。また、ROEはその構成要素として財務レバレッジを含んでいることから類推されるように、資本政策（資本調達戦略）によって影響される。周知のように、自己資本比率を低める（逆に言えば負債比率を高める）ことによってROEを向上させることができる。これはいわゆるレバレッジ効果によってROEが高まったのであり経営業績を高めたことに因るものではない。藤田（2016, 203ページ）の分析によると、高ROE企業が必ずしも高成長優良企業とは言

えず、高成長優良企業のROEが低下する場合も多い。このように、ROEは経営指標として有効な場合はあるものの、ROEを重視して経営を行うことは適切でない場合が少なくない。

第2にROEを経営目標として掲げ、その達成を経営者報酬と連動した場合に特に当てはまるが、分子の利益を大きく示すために、研究開発費や広告宣伝費などの自由裁量費を削ったり、延期可能費の支払を延期するという操作を行うこともできる。他方、分母の自己資本を抑制して新規の設備投資に消極的になることも考えられる。いわゆるROEの逆機能である。ROEは比率指標であり、創造された価値額を表していないため、企業が縮小均衡に陥るリスクを伴う（伊藤，2014，406-407ページ）。

第3に、ROEを経営目標とするなら、短期的な管理志向に陥るという点である。藤田（2016，75ページ）は、ROEは単年度の数値を示しており、長期的な意思決定には向いていないと指摘する。

第4に、ROEの分子の数値は企業価値と関係のあるキャッシュフローを表さない（志村・鈴木，2017）ゆえに、ROEが前年度よりも向上したとしても必ずしも企業価値を高めたことにはならない。例えば、ROEの向上策としての株主還元は、キャッシュフローを増やさないゆえに企業価値の増加にはつながらない（Mckinsey，2011，邦訳5ページ）。

第5に、ROEには「業績に有利子負債・資本構成の効果も加わるため、類似企業の分析や時系列分析をしても意味のある結果は得られにくい」という欠点がある（Mckinsey & Co.，2010，邦訳192ページ）。

第6に、ROEは資本コストを考慮していない。有利子負債に対する資本コストは当期純利

益の算定過程で控除されているが、株主資本に対する資本コストは控除されていない。

これまで日本企業のROEが低い一因として当期純利益の内部留保率が高く、配当性向が低かった点を挙げることができる。伊藤レポートが提言するROE重視の経営へと舵を切った途端に、自社株買いととも株主還元の政策を採用する企業が増えてきた。株主還元策が報道されるや株価を上げる効果があることが傾向として見られる。そうした政策を採用することはROEを向上させる結果となるものの、その効果は一時的なものに過ぎないことを銘記すべきである。むしろ、売上高純利益率や総資本回転率を改善することが本質的な問題なのである。

2. 企業価値を示す指標についての検討

これまでROEを代表として、経営指標や投資指標として用いられた企業価値は簿価における株主資本である場合が支配的であった。その理由として、一定の規則に基づいて計測された値という透明性があり、また、だれでも利用することができるという利便性を兼ね備えており、さらに、簿価という特性からの数値の連続性や安定性が担保されている点あげられる。一方、株式市場における取引価格である株価を用いるべきだという主張も1980年代後半より行われている。当時、わが国の株式市場はバブル期にあり、株価を基礎とするPERが極めて高水準となった時期であった。このPERの水準を肯定する理由のひとつとして、株主資本の簿価が現実の市場価値（時価総額ではない）から著しく低位に乖離しているという主張があった。そこでトービンのqレシオを導入するこ

とにより、PERの水準が他国の企業と比較し得る程度まで修正が可能であるとされた。その際、当然、株主資本がトービンのqレシオによって、再取得価格まで訂正されたとすれば、ROEは大きく低下を余儀なくされる。PERは当時80倍程度であったとすると、海外諸国平均とされる20倍まで低下するにはPBRを4倍²⁾とするとROEは5%と計算される。景気がバブルの頂点を極めていた時期にROEが5%と2017年末と同じ水準ということには釈然としない。

このような数字のマジックは、株価水準を正当化するために、本来目的以外の指標を用いたことに起因しているとみられる。では、市場価格である株価を用いることが望ましいのであろうか。簿価の株主資本に対応する時価の株主資本とは時価総額(株価×発行済株式数)となる。ROEが簿価の自己資本利益率と計算されるのと同様に時価に基づく自己資本利益率は、PERの逆数となる。PERの逆数は「益回り」という名称で呼ばれることもあるが、経営指標として利用されることはほぼない。なぜ、時価基準の自己資本利益率は利用されないのだろうか。その理由として、①時価と簿価の乖離、②時価の日次変動が大きいこと、③理論的な意義があまりないこと、などが挙げられる。①の時価と簿価の乖離については、PBRに投射されているが、バブル時代には4倍程度、現在では1.1倍程度と計算されており、時価を元に計算された自己資本利益率は相対的に低い値として算出されるため、経営者として望ましいとはいえない。②の変動が大きいということは、経営指標として求める基本的な要素に欠けているといえる。③については、市場価格が下落すれば、益回りが上昇するという、目的と相反した行動

や現象によって、目的が達せられる本末転倒な事態が生じることも想定される。これでは目的である企業価値の最大化を図るための指標である自己資本利益率が意味をなさない。

このように、株主資本は簿価であれ、時価であれ、その利用においては問題が少なくない。そこで、Intrinsic Value(本質的価値、以下IVという)という値を株主資本として用いることを検討したい。IVは企業の価値であり、簿価に将来の配当を現在価値に割り引いた値を加えた形で表される。

$$IV_0 = \frac{D_1}{k-g} \quad (\text{式-3})$$

ただし、Dは配当、kは資本化率、gは配当成長率である。

この(式-3)は配当を一定成長とした場合の配当還元モデルによる企業価値(IV)である。ここで $D_1 = \alpha E_1$ として α を配当性向とすれば、分子は利益の関数として表すことができる(式-4)。

$$IV_0 = \frac{\alpha E_1}{k-g} \quad (\text{式-4})$$

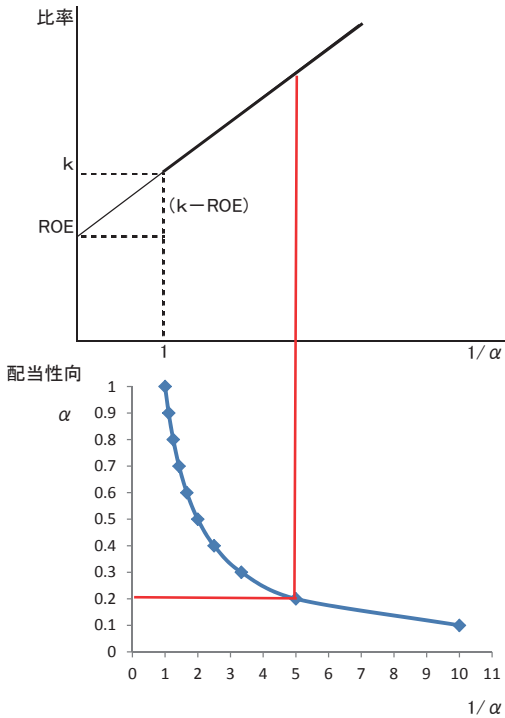
ここで、簿価ベースと時価ベースの自己資本利益率と同様に、IVを株主資本とした場合について(式-4)を元に検討してみる。

$$\frac{E_1}{IV_0} = \frac{E_1(k-g)}{\alpha E_1} = \frac{k-g}{\alpha} \quad (\text{式-5})$$

Intrinsic Valueによる自己資本利益率は、資本化率から配当成長率を控除した値を配当性向で除した値となることが判る。さらに、(式-5)においてROEに注目して変形することができる。 $g = ROE \times (1 - \alpha)$ であるから、この関係を(式-5)に代入する。

$$\frac{E_1}{IV_0} = \frac{k - ROE \times (1 - \alpha)}{\alpha}$$

図1 IVによる自己資本利益率と簿価ベースROEの関係



$$\begin{aligned}
 &= \frac{k}{\alpha} - \frac{ROE}{\alpha} (1 - \alpha) \\
 &= \frac{1}{\alpha} (k - ROE) + ROE \quad (\text{式-6})
 \end{aligned}$$

(式-6)は簿価ベースのROEとIVによる自己資本利益率との関係を示している。資本化率kとROEが一致した場合にはIVによる自己資本利益率は簿価ベースのROEと一致することが判る。さらに、(式-6)から図1のような関係が想定される。

図1のように関係式はROEを切片として、傾き(k-ROE)で示される直線となる。ただし、直線の細い部分は対象外となり、太い部分のみ対象となる。αは配当性向であるから、配当性向が低いとIVによる株主資本比率は上昇することとなる。これは、配当性向と内部留保率は互いに相反することから、理に適っている。X軸となる1/αは配当性向の逆数である

ため、図1の下図のように示される。配当性向が0.2の場合、内部留保に8割が回ることとなるから、配当成長の原資となり、図1上図のように自己資本利益率は高くなることが判る。では、1/αが1未満の場合どのような場合であろうか。それは配当性向が1を上回る場合であり、利益を超えた配当が実施される場合である。例えば、利益が赤字の場合に配当する場合がこれに相当するが、このような行為はタコ配と呼ばれ、債権者から株主に富を移転し、リスクを債権者に負担させる行為として違法とされる。

次に、IVによる自己資本利益率の性質を検討してみよう。まず、図1でも明らかであるが、配当性向の増加との関係である。(式-7)が示すように、(式-6)を配当性向で偏微分した値が負を示しており、図1と同じ結果を示していることが判る。

$$\frac{\partial \frac{E_1}{IV_0}}{\partial \alpha} = -\frac{1}{\alpha^2} (k - ROE) \leq 0 \quad (\text{式-7})$$

(式-7)によれば、市場資本化率が高まると、IVによる自己資本利益率は配当性向の逆数だけ増加することを意味している。市場資本化率とは、市場の要求する資本コストであり、株主の要求する収益率である。すなわち、株主の期待収益率が高まると配当性向の逆数分だけ自己資本利益率が高まることを示している。

次に、簿価ベースのROEの変化とIVによる自己資本利益率との関係を見てみよう。

$$\frac{\partial \frac{E_1}{IV_0}}{\partial ROE} = -\frac{1}{\alpha} + 1 \quad (\text{式-8})$$

(式-8)の符号は配当性向の大きさに依存する。αの取りうる値は、0 ≤ α ≤ 1である

から、その逆数では $1 \leq \frac{1}{\alpha} \leq \infty$ となる。従って、(式-8) の取り得る値は、 $-\infty \leq -\frac{1}{\alpha} + 1 \leq 0$ となることから、(式-8) の符号は負となる。つまり、簿価ベースのROEが増加するとIVによる自己資本利益率は低下することを意味している。

3. まとめ

本研究ノートは企業の真の価値としての株主資本の定義をどのように行うべきかを改めて問い、ひとつの考え方として配当還元モデルに基づく本源的価値 (Intrinsic value) を用いることを考察したものである。理論的な性質を探究する上では、市場価値との関係など今後の課題としたい。また、実証的に投資指標としての有効性の検討も今後行う予定である。

注

- 1) みずほインサイト、みずほ総合研究所、2017年10月2日。
- 2) スパークスアセットマネジメント資料、2017年1月、http://www.morningstar.co.jp/news/video/pdf/ms1701_05.pdf

参考文献

- 安達智彦、1997年、「金融グローバル化と投資尺度」『QRI REPORT』3-6 ページ。
- 伊藤邦雄、2014年、『新・企業価値評価』日本経済新聞出版社。
- 志村 正、鈴木 誠、2017年、「ROEと企業価値についての理論的考察」『経営論集』Vol.3、No.5、文教大学経営学部。
- 砂川伸幸、川北英隆、杉浦秀徳、佐藤淑子、2013年、『経営戦略とコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社。
- 辻 幸民、2002年、『企業金融の経済理論』創成社。
- 藤田 勉、2016年、『ROE 戦略-効用と限界-』中

央経済社。

堀 彰三、1991年、『最適資本構成の理論』中央経済社。

Black, Fischer, 1976, The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management*, winter, 2 (2) 5-8

Mckinsey and Company (2010) ,*Value*, John Wiley & Sons,Inc. (本田桂子+鈴木一功訳『企業価値経営-コーポレート・ファイナンスの4つの原則』ダイヤモンド社、2012年)



Journal of Public and Private Management

Vol. 5, No. 8, March 2019, pp. 1-6

ISSN 2189-2490

Study for the appropriate “Return on Equity”

Makoto Suzuki
Tadashi Shimura

Faculty of Business Administration, Bunkyo University

✉ mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

✉ shimura@shonan.bunkyo.ac.jp

Received. 31. January. 2019

Abstract

After the Corporate Governance code has released in 2015, corporate executives pay attention to the measurement of Return on Equity. In the year of 2017, Prime minister Abe argued about an importance of the Cost of Capital at the New York Stock exchange. The Cost of capital is also required to recognize by corporate executives.

However, on those management factors have some difficulties on Earnings side and Shareholders Equity side. On Earnings side, it will be manageable by the corporate accountant. There are lot of arguments on the shareholders Equity for its value.

In this study, we study appropriate shareholders equity to apply to the ROE. An Intrinsic Value for the corporation will be better than Book Value and Market Value to calculate the ROE.

Keywords : Return on Equity, Shareholders Equity, Book value, Market value, intrinsic value

Faculty of Business Administration, Bunkyo University

1100 Namegaya, Chigasaki, Kanagawa 253-8550, JAPAN

Tel +81-467-53-2111, Fax +81-467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

経営論集 Vol.5, No.8

ISSN 2189-2490

2019年3月29日発行

発行者 文教大学経営学部 石塚 浩

編集 文教大学経営学部 研究推進委員会

編集長 鈴木誠

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

TEL : 0467-53-2111 FAX : 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

