

2015年8月25日 全8頁

《実践》経営ビジョン・経営計画・コーポレートガバナンス

# 日本企業にROE経営を定着させるために

## コーポレートガバナンス・コードは起爆剤となりえるか

コンサルティング・ソリューション第二部

主任コンサルタント

吉田 信之

### [要約]

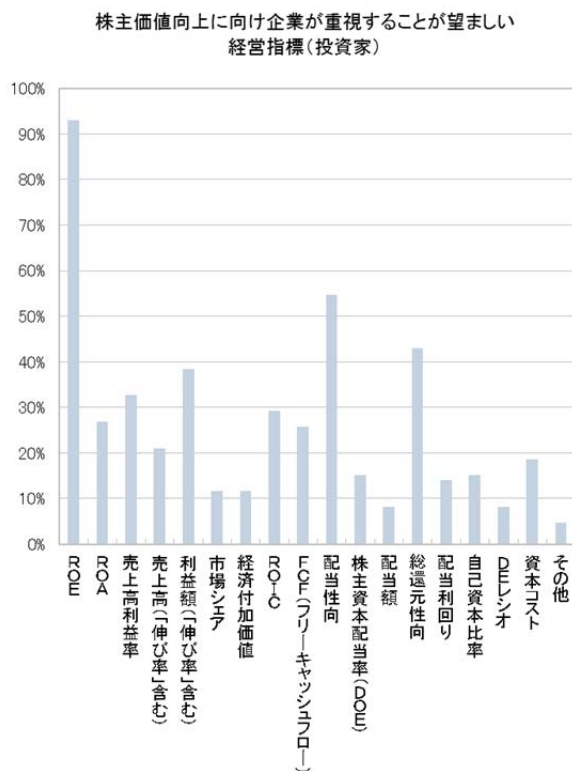
- コーポレートガバナンス・コード等をきっかけとして、ROEなど資本効率に関する目標値を新たに設定・公表する企業が出始めてきており、企業と投資家との距離感は縮まりつつある。
- コーポレートガバナンス・コード以外にも、日本取引所グループの「JPX日経インデックス400」や、伊藤レポートにおけるROE8%基準、議決権行使助言業界大手のISSのROE5%に関する指針など、日本の低ROE改善に向けた様々な取組みや提言がなされている。
- ROEをデュポン手法により売上高利益率（事業マージン）、資産回転率（売上高/総資産）、財務レバレッジ（総資産/株主資本）に分解すると、日本のROEが低水準に留まる主要因は、売上高利益率の低さにあるものと考えられる。
- 日本企業の売上高利益率やROEが低水準に留まっている理由はいくつか考えられるが、最大の理由は「資本効率等に対する経営者の意識の低さ」にあるのではないかと。

## 1. はじめに

最近、再びROE経営に対する関心が高まってきている。アベノミクス成長戦略の重要な施策の一つとしてコーポレートガバナンスの強化が掲げられ、日本企業が投資家（株主）を意識した経営や投資効率等の重要性を改めて吟味、検討するようになってきた。本年6月より開始されたコーポレートガバナンス・コードでは、【原則5-2】において、「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とされている（下線部は筆者加筆）。企業は、その経営戦略や経営計画を策定・公表するにあたり、何らかの収益力・資本効率等に関する目標を提示するとともに、その達成に向けた具体的な行動を示す必要がある。コーポレートガバナンス・コードの目的の一つが、これまで日本において不十分であるとされてきた企業経営者と投資家との“対話”を促すことにあるとするならば、【原則 5-2】に基づき、日本企業が資本効率等に関する目標を設定し、その達成に向けた具体的な行動を示すことは、企業と投資家との間の議論を生み出すきっかけとなるであろう。最近では、資本効率を重視する投資家も増えている（図表1）。ROEをはじめとした資本効率等に関する指標の目標値を設定・公表する企業も出始めてきており、企業と投資家との距離感は縮まりつつある。

図表1：企業が重視することが望ましい経営指標（投資家）



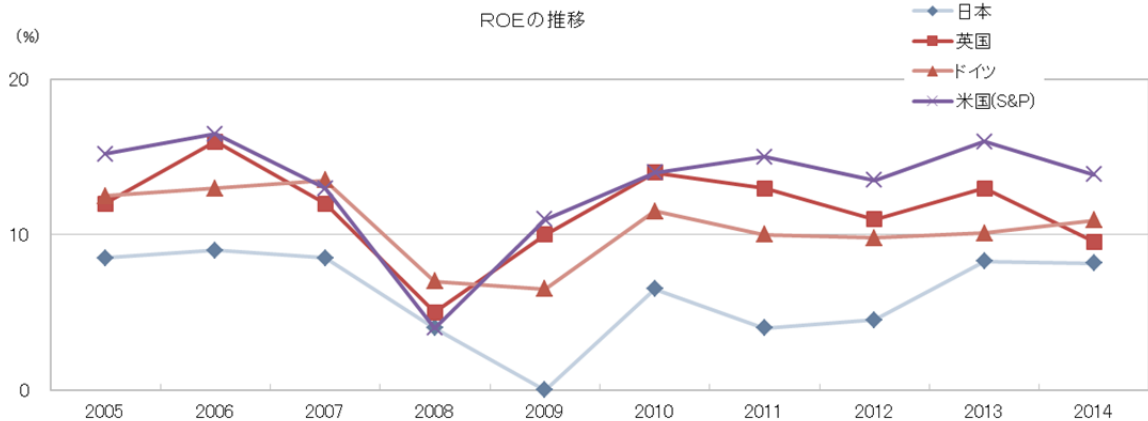
(出所) 平成 26 年度生命保険協会アンケート調査より大和総研作成

---

これまで日本企業のROEは、欧米諸国のそれと比べ低い水準にとどまってきた（図表2）。このような日本の低ROEを改善しようと、コーポレートガバナンス・コードの策定以外にも、様々な取組みや提言がなされている。例えば、日本取引所グループ（JPX）は、株価指数「JPX日経インデックス400」の対象となる企業を選ぶための指標の一つとして「3年平均ROE」を採用するなど、企業にROE向上のためのインセンティブを与えている。また、昨年8月に経済産業省から公表された『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～』プロジェクトの最終報告書、いわゆる伊藤レポートでは、「グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限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である」（下線部は筆者加筆）と指摘され、低い資本効率を巡り日本企業に対し強く意識改革を迫ったことは記憶に新しい。日本の株式市場で大きなシェアを持つ外国人投資家に日本株への投資を促進するという観点からすれば、諸外国と比較して低い日本企業のROEを向上させることは急務であり、8%という水準に妥当性はあるように思われる。さらに、議決権行使助言業界大手のISS (Institutional Shareholder Services Inc.)は、2015年2月以降の株主総会において、「企業の5年平均ROEが5%未満かつ直近年度のROEが5%未満の場合は、経営トップの取締役選任議案に対し原則として反対推奨する」とし、低ROEに対する経営トップの責任を明確にした。議決権行使助言業界大手のISSがこのような指針を示したことで、日本国内の大手生保等の機関投資家も同様の議決権行使ルールを設定する動きがみられている。

このように、今回のガバナンス改革は、これまで長年にわたって放置されてきた日本企業の低ROE体質からの脱却を官民挙げて実現しようとする本気度の表れであるともいえよう。

図表 2 : 主要欧米各国のROE推移



(注) 日本は TOPIX、英国は FTSE、ドイツは DAX、米国は S&P500 による。マイナスは 0 として表記。

(出所) Bloomberg を基に大和総研作成

## 2. ROEとは何か

ここで一旦、そもそもROEとは何かについて触れておきたい。ROE (Return on Equity)とは、一般に「株主資本（自己資本）に対する利益（当期純利益）の割合」と定義され、株主資本利益率（自己資本利益率）とも呼ばれる。企業が事業活動に使用する総資本は、株主が出資した株主資本と銀行からの借入金等の他人資本とに分けられるが、ROEは、株主が出資した資本をどれだけ効果的・効率的に活用し、利益を上げたかを測るための指標として用いられるのが一般的である。分母が株主資本であるため、分子は株主が受け取る額として、債権者への利息（支払利息）や税金の支払い等を差し引いた残余利益である当期純利益を使うことになる。

また、ROEについて分析・検討する際には、投資家が企業（経営者）に要求する「資本コスト」との関係が重要となる。資本コストとは、「企業が資本を調達・維持するために必要なコスト（費用）」のことをいい、投資家（株主）の視点からみると、「出資に対して要求する利益」を意味する。このため、企業が獲得した利益について、資本コストよりもROEの方が高ければ、投資家にとっては獲得した利益を社内に留保し、改めてその活用を経営者に委託することが合理的となるが、資本コストよりもROEの方が低ければ、資金を引き揚げて他の企業に投資する方が望ましいということになる。このように考えると、企業経営者の役割は資本コストを上回る利益を上げることであり、ROEが資本コストを下回っている場合には、経営者が企業価値を拡大する有効な事業運営をできていない、すなわち、企業価値を毀損していると判断されてしまうことになる。

このように、ROEは資本コストと比較をすることで、資金の運用成果を容易に把握することができるため、企業の経営効率や投資効率を判断するための指標として、以前から欧米ではかなり重視されてきた。しかし日本においては、ROEは株主のリターンを最大化することを主眼として語られがちであることや、企業経営が短期的な成果（結果数値）を求めるようになる傾向があること、さらには、財務レバレッジを効かせることでROE自体を高めることができること等の様々な理由から、これまで広く浸透しているとは言い難い状況であったといえる。次節以降では、日本においてROE経営が浸透してこなかった理由についてもう少し掘り下げて分析したうえで、今後、日本企業にROE経営が根付いていくのかどうかについて考えてみたい。

### 3. なぜ日本企業のROEは低いのか

ROE（株主資本利益率）について、いわゆるデュポン手法<sup>1</sup>により売上高利益率（事業マージン）、資産回転率（売上高/総資産）、財務レバレッジ（総資産/株主資本）に分解し、日本企業と欧米企業の違いについて概観する。デュポン分解によると、日本企業の売上高利益率は3.8%となっており、欧米企業（8.9%、10.5%）に比べてかなり低い状況にある（図表3）。

図表3：日米欧のROE分解

$$\text{株主資本利益率 (ROE)} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$$

		ROE	売上高利益率	資本回転率	財務レバレッジ
日本 (TOPIX)	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国 (S & P500)	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州 (European 500)	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

(注) 2012年暦年の本決算実績ベース、金融不動産除く。対象企業のうち、必要なデータを取得できた企業  
(出所) 『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～』（伊藤レポート）図3より  
大和総研作成

<sup>1</sup> 米国のデュポン社が考案し、経営管理の手法として活用していたことで広く知られる。自己資本比率を3つの比率に分解する手法のことをいう。

一方、資本回転率については、欧米企業と比して同等かむしろ高い。財務レバレッジについては、若干日本企業の方が欧米企業よりも低くなっているものの、それほど大きな差はみられていない。これらの結果から鑑みるに、日本企業のROEが低水準にとどまっている理由は、‘売上高利益率の低さ’にあるとあってよいのではないかと考えられる。

それでは、なぜ日本企業の売上高利益率は低いのであろうか。その理由としては、①高い法人税率、②高いエネルギーコスト、③硬直的な労働規制（従業員解雇の難しさ）、といったコスト面の要因に加え、④同種業界における競争多寡の経営環境（供給過剰）、⑤価格に対して世界一厳しいとも言われる消費者の目、⑥のれんの償却など会計基準の相違、⑦デットガバナンス（債権者視点）による事業ポートフォリオの分散化、⑧資本効率等に対する経営者の意識の低さ、といったコスト面以外の要因が挙げられる（図表4）。おそらくこれらの理由は、どれもある程度の妥当性を有しているのではないかといえる。また最近では、法人税率の引下げの動きやIFRSの導入、M&Aや合併などの組織再編の増加、間接金融から直接金融への構造変化など、徐々に日本企業を取り巻く経営環境は変わりつつある。影響の大小はあれ、これら環境の変化は、日本企業における売上高利益率の改善、ひいてはROE向上に寄与していくのではないかと考えられる。

図表4：利益率が低い主な理由と最近の状況変化

	利益率が低い主な理由	最近の状況変化など
コスト面	① 高い法人税率	⇒法人税率の引下げ
	② 高いエネルギーコスト	—
	③ 硬直的な労働規制	—
コスト面以外	④ 同種業界における競争多寡の経営環境	⇒M&Aなどの組織再編により適切な企業数への収束
	⑤ 価格に対して世界一厳しいとも言われる消費者の目	⇒グローバル市場への展開、海外売上高の増加など
	⑥ のれんの償却など会計基準の相違	⇒IFRS適用による会計基準の差異解消
	⑦ デットガバナンスによる事業ポートフォリオの分散化	⇒株式持ち合い解消などメインバンクの影響力低下
	⑧ 資本効率等に対する経営者の意識の低さ	—

（出所）大和総研作成

#### 4. 今後、日本企業にROE経営は定着するのか

日本企業を取り巻くこうした経営環境の変化は、少しずつ日本企業のROE水準を改善させていくものと思われるが、日本企業のROEが低水準に留まっている最大の理由は特に、上記⑧の「資本効率等に対する経営者の意識の低さ」にあるのではないかと筆者は考えている。日本企業にROE経営が今後定着するかどうかは、この「資本効率等に対する経営者の意識」が変わるかどうかにかかっているのではないだろうか。

これまでの日本企業では、終身雇用や年功序列といったいわゆる家族主義的な‘日本的経営’が主流であり、この‘日本的経営’こそが日本の高度成長期を支えてきたという成



---

功体験としての意識が、広く経営者等に浸透してきたものと思われる。すなわち、企業にとって最も重要なステークホルダーは社員（経営者及び従業員）であり、経営者は主に社員の生活を支えるため、長期的かつ安定的に売上や利益を実現しなければならないという意識を強く持っていたといっても過言ではない。こうした意識のなかでは、株主から預かった資金をいかに効率的に活用するかという資本効率の概念は希薄になり、企業は株主のものであるという株主至上主義的な考えへの反発も生じやすい。

また、従前より日本では無借金経営が信奉されてきたという点も見逃せない。これまで日本においては株式持合いが広く慣行として定着しており、安定株主が阿吽（あうん）の呼吸で経営者を支持してきた。すなわち無借金経営は、銀行等のチェックを受けることなく、経営者が自由に意思決定できることを意味しており、借入金を活用しようというインセンティブが働きにくかったといえる。また、負債を増加させることは企業の倒産リスクを高めることになるため、これまでの日本企業の傾向としては、負債利用に伴う節税効果よりも、むしろ資本を厚くして長期安定的な経営を行うことが重視されてきた面がある。無借金経営は財務レバレッジを抑え、結果としてROEを低くする。

このように、これまで長期的な視点から‘日本的経営’を行ってきた多くの日本企業は、ROE等の資本効率をあまり意識しないままに、投資や配当に関する意思決定を行ってきたように思われる。その結果として、日本企業のROEは低水準に留まっていたが、高度成長期を支えた日本的経営による成功体験が低ROE脱却への必要性を感じさせなかったのではないかと筆者はみる。

しかし、バブル経済崩壊後のいわゆる‘失われた20年’を経て、日本企業が現在立っているステージは従前とは大きく変わっている。グローバル化に伴う企業活動のボーダレス化が進み、これまでのような日本的経営一辺倒では今後の飛躍的な成長は望めない。これからは、国内のみならず海外も含めた競合他社との競争に勝ち残っていかなければならず、株主も含めた全てのステークホルダーを満足させるような企業経営が期待される。このためには、企業経営者はこれまでの成功体験を捨て去り、改めてゼロベースで自社の成長戦略を描いていく必要がある。

また、資本効率を意識した経営を行うことと日本的経営を行うことは、必ずしも相反するものではない。これまでの日本的経営の良さを維持しつつ、資本効率を高める経営を行っていくことは可能である。

具体的な事例をみてみよう(図表5)。食品A社では、ROEを高めるため、棚卸資産や売上債権等の回転日数を短縮するなど運転資本のキャッシュ・コンバージョンサイクルを改善するとともに、物流改革による回転日数の短縮にも取り組んでいる。また、電気機器B社では、従来の資産回転率改善活動、原価低減活動に加え、総合的な事業効率性を測る新

たな社内管理指標を導入することとした。小売C社では、新規の営業設備投資や大型改装にあたっての投資基準を定めるとともに、投資の撤退基準についても徹底化を図っている。

図表 5：ROE／資本効率を高めるための取組み

	ROE／資本効率を高めるための取組み
食品A社	総資産回転率の向上 ・棚卸資産や売上債権等の回転日数を短縮し、運転資本のキャッシュ・コンバージョンサイクルを改善 ・棚卸資産の適正管理等の物流改革による回転日数の短縮
電気機器B社	社内管理指標の導入 ・従来の資産回転率改善活動、原価低減活動に加え、総合的な事業効率性を測る新たな社内管理指標を導入 ・事業ごとに必要となる資産構成が異なるため、事業部門間のROIC比較はしない
小売C社	投資基準・撤退基準の徹底 ・新規の営業設備投資や大型改装にあたっては、社内で設定した資本コストを勘案した投資回収年数、正味現在価値や内部収益率の算定を行い、自社が設定したハードルレートを超過することを条件として投資判断 ・新規事業については、3年目で単年度黒字化、5年で累積損失解消が不可能と見込まれた場合、撤退の判断

(出所) 各社開示資料より大和総研作成

このように、資本効率を高めるために資産回転率の改善を図ることや、投資、配当等の意思決定に資本コストの概念を取り入れることで、企業のROEは高まるものと考えられる。このような業務改善や意思決定プロセスの変更については、投資家（株主）の理解も得やすいものであり、結果として、企業にとっての資金調達の実現性を広げることにつながる。間接金融から直接金融へと構造改革が進むなか、資本効率を高めて投資家を味方につけ、株価および時価総額（企業価値）を高めていく経営を実践していくことは、企業をより強くする。

コーポレートガバナンス・コードは、コンプライ・オア・エクスプレインを原則とし、企業に一律の対応を強制するものではない。また、必ずしも株主のみを重んじる経営を指向している訳ではなく、すべてのステークホルダーにとって望ましい経営の在り方を問うものである。

今回のガバナンス改革を表面的な対応でやり過ごすのではなく、より資本効率を意識し、自社にとって最も望ましい経営の在り方について熟慮・検討することが多くの日本企業には期待されている。

—以上—