

2023年12月14日 全12頁

ROE 目標の不思議

日本企業は本当に ROE を重視しているのだろうか？

コンサルティング第一部 主席コンサルタント 太田 達之助

[要約]

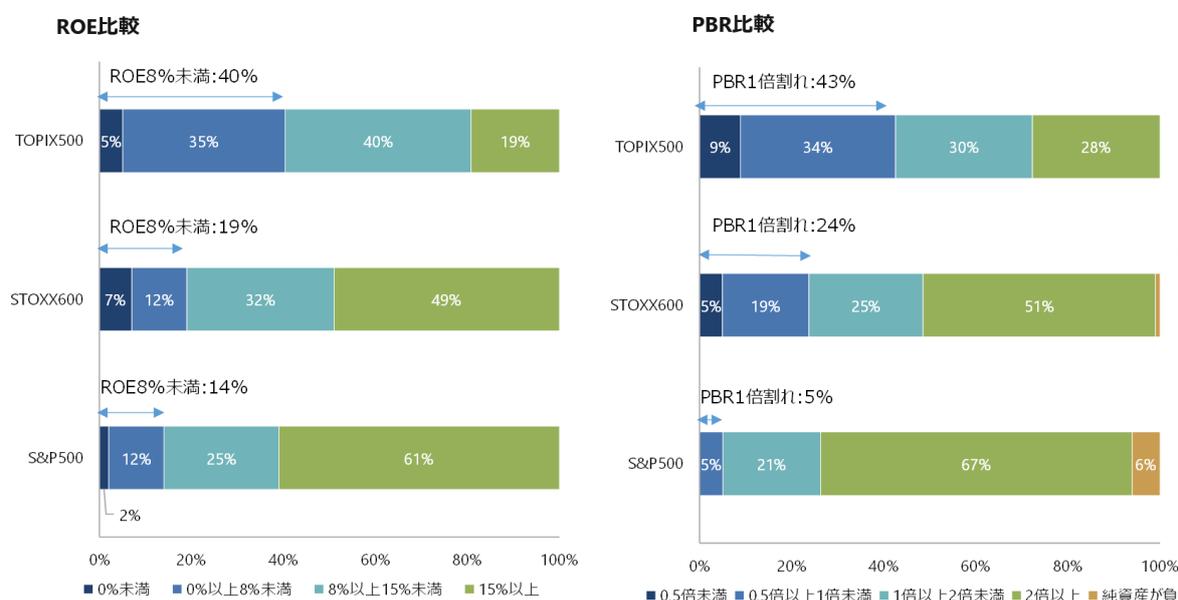
- 日本企業の ROE は国際比較にみるとかなり低い。東証が昨年 7 月に公表した資料によると、ROE15%以上の企業の割合は、日本が 19%であるのに対して、米国が 61%、欧州が 49%にのぼっている。つまり欧米の主要企業の過半が、日本で高 ROE といわれるゾーンに属しているのである。
- 米国を代表する企業の ROE は 30%が一般的な水準だ。ところが、不思議なことに ROE を経営目標に掲げている米国企業はほとんどない。企業価値を高めるために、その構成要素であるキャッシュフローの最大化と資本構成の最適化を意識している結果、ROE が高まっているのである。
- 日本では近年 ROE を経営目標に取り入れる企業が増加している。しかし、その目標水準は低く、今年中期経営計画において目標 ROE を発表した企業の約 30%が、直近実績より低い目標設定するという不思議な状況にある。
- この日米の違いは何に起因するのだろうか。それは「株主目線の経営」か、銀行員的な「債権者目線の経営」かといった経営マインドの違いと解釈することができる。
- 「債権者目線の経営」においては、イノベーションの創出や将来の競争力向上に向けたリスクテイクは選好されないし、資本効率の改善より財務安全性の向上にのみ関心が向かう。このような日本的な経営マインドが、日本企業の価値創造を阻害してきた可能性が高い。
- 今後、日本企業が価値創造・企業価値向上に取り組むためには、シンプルに ROE の目標水準を高めることが有効な手段になると考えられる。

1. ROE の国際比較と米国主要企業の分析

日本企業の ROE は国際比較で見るとかなり低い。東証が昨年 7 月に公表した資料によると、主要株価指数の構成企業のうち ROE8%未満の企業の割合は、米国 (S&P500) 14%、欧州 (STOXX600) 19%に対して、日本 (TOPIX500) は 40%である。

低 ROE を反映して、日本の主要企業の 43%が PBR1 倍割れとなっており、資本コストや株価を意識した経営が求められるようになった。

(図表 1) ROE と PBR の国際比較

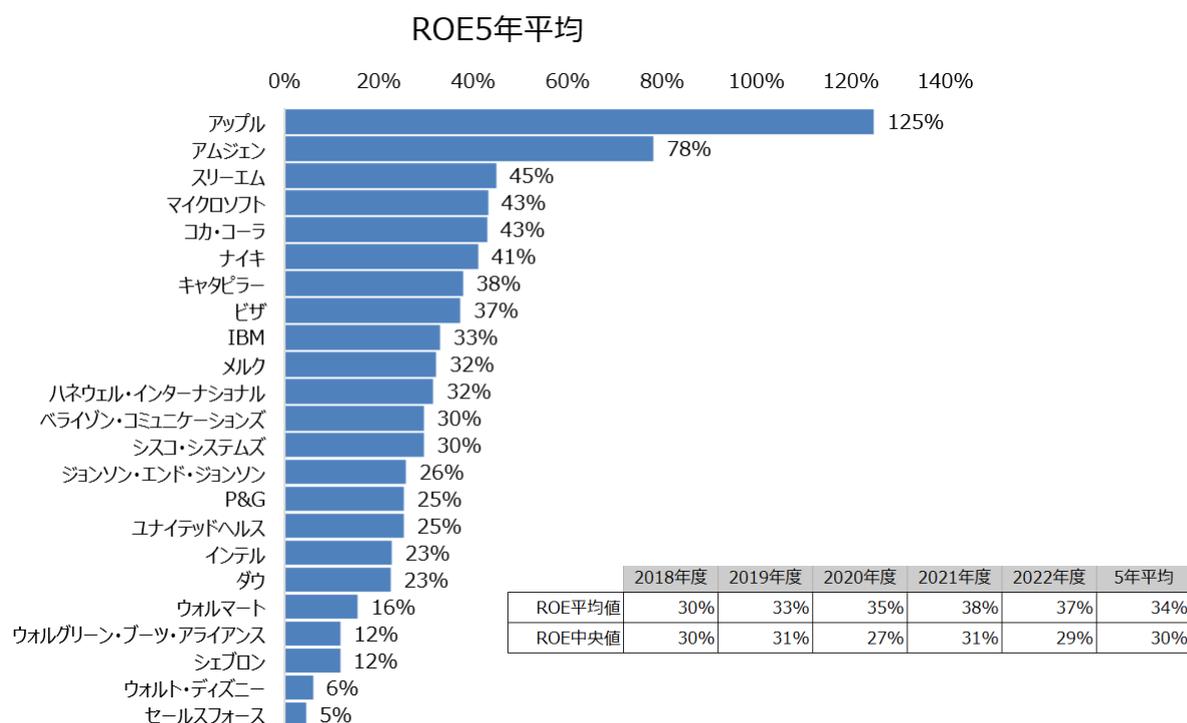


出所：東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料」（2022年7月29日）より、大和総研作成

ROE15%以上の企業の割合は、日本が 19%であるのに対して、米国は 61%、欧州は 49%にのぼっている。つまり欧米の主要企業の過半が、日本基準で高 ROE といわれるゾーンに属しているのである。

この日本基準のグラフだと米国企業の ROE の分布がよくわからないので、NY ダウ構成銘柄の 30 社を対象に詳細な分析を試みた。なお、取得可能なデータに制約があるため、JP モルガン・チェースなど金融 4 社は分析対象から除外している。また、マクドナルド、ホーム・デポ、ボーイングの 3 社については、株主資本等がマイナスであるため、ROE が算出不能となっている。

(図表 2) NY ダウ構成銘柄の ROE



注：金融4社（JPMorgan Chase & Co、American Express Co、The Goldman Sachs Group Inc、The Travelers Companies Inc）は除く。また、ホーム・デポ、ボーイング、マクドナルドは株主資本等合計がマイナスであるため ROE は算出不能となっている。

出所：SPEEDA より、大和総研作成

ROE の 5 年平均値は図表 2 の通りで、平均値が 34%、中央値が 30%である。過去 5 年間の各年度単年でみても、ほぼ同水準の数値が並んでおり、米国の代表的な企業では ROE30%が基準となっていることが推測できる。

筆者がコーポレートファイナンス理論の研究を開始した 1990 年台には、米国においても概ね ROE15%が達成すべき基準とされていたが、今ではその基準が高まっていることが実感できる。

2. 高 ROE を継続する米国企業の経営

米国企業はこれだけ ROE が高いにもかかわらず、不思議なことに ROE 自体を経営目標に掲げている企業はほとんどない。不確実な目標を設定するよりも、高 ROE の実績や結果で評価してくれということなのだろうか。

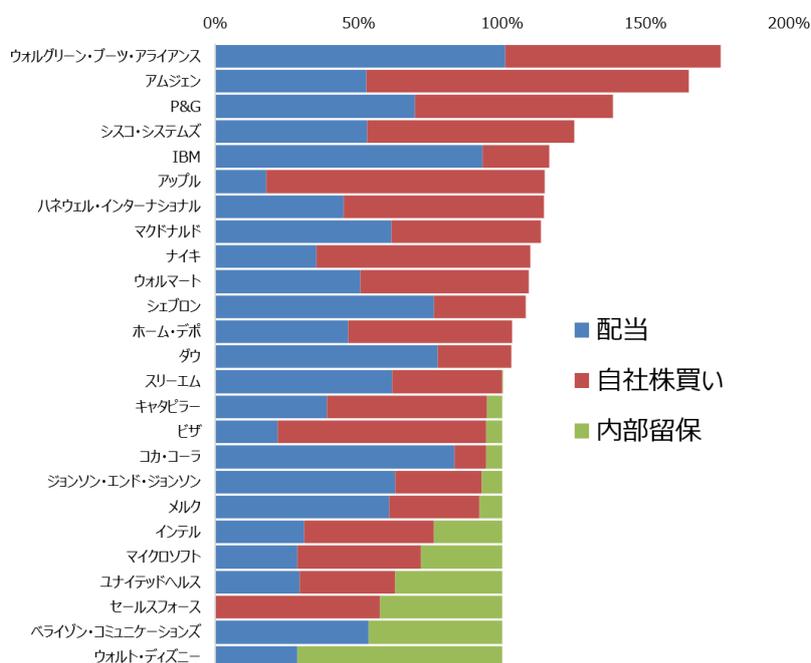
ROE は、分子が当期純利益で分母が株主資本等であるという構造上、急激に利益が増えた場合は遅れて資本も増加することが多く、高 ROE を継続することは簡単ではない。ところが、米国では高収益企業が高 ROE を継続するための戦略が経営にビルトインされている。すなわち、事業の選択と集中による収益性のあくなき追求（=ROE の分子要因）と、最適な資本構成を実現する

ための有利子負債と株主資本等のコントロール（=ROEの分母要因）の両面から、企業価値最大化に向けた経営が実践されているのである。

収益性向上のための事業の選択と集中は、日本企業よりも高いレベルで行われることが多いが、本稿では詳細な事例分析は割愛し、株主資本等のコントロールといった財務戦略面の考察をメインで行うこととする。

NY ダウ構成 30 社（金融除く・5 年累積利益がマイナスのボーイングは除外）の利益に対する株主還元と内部留保の状況は、5 年累積値で図表 3 の通りである。

（図表 3）NY ダウ構成銘柄の株主還元状況



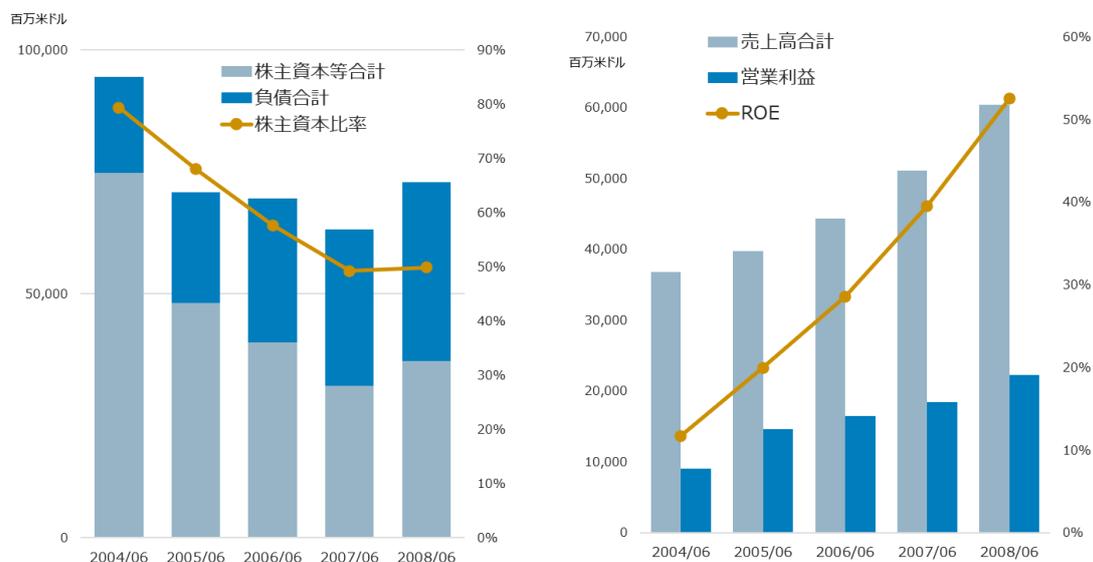
注：金融 4 社（JPMorgan Chase & Co.、American Express Co.、The Goldman Sachs Group Inc.、The Travelers Companies Inc）は除く。また、ボーイングは 5 年累積の利益が赤字であるため除く

出所：SPEEDA より、大和総研作成

5 年累積の総還元性向（配当額に自社株買いを加えた金額と純利益の比率）は、平均値で 101%、中央値で 103%となっている。つまり半分以上の米国主要企業は内部留保を行わないということだ。日本企業の大半が内部留保を前提とした財務運営を行っているのとは全く異なっている。

もっとも、平均値や中央値のみで全体の傾向を語るには、注意を要する。米国企業は ROE の水準も株主還元の水準も非常にバラつきが大きい。成長企業は配当を行わないことが普通であるし、先行投資によって赤字になっている有望企業も多い。例えば、EV 大手のテスラは 2019 年まで赤字であったし、未だに配当や自社株買いは行わず、総還元性向はゼロである。アマゾンも 2010 年頃までは赤字経営を続けており、今も無配を継続している。

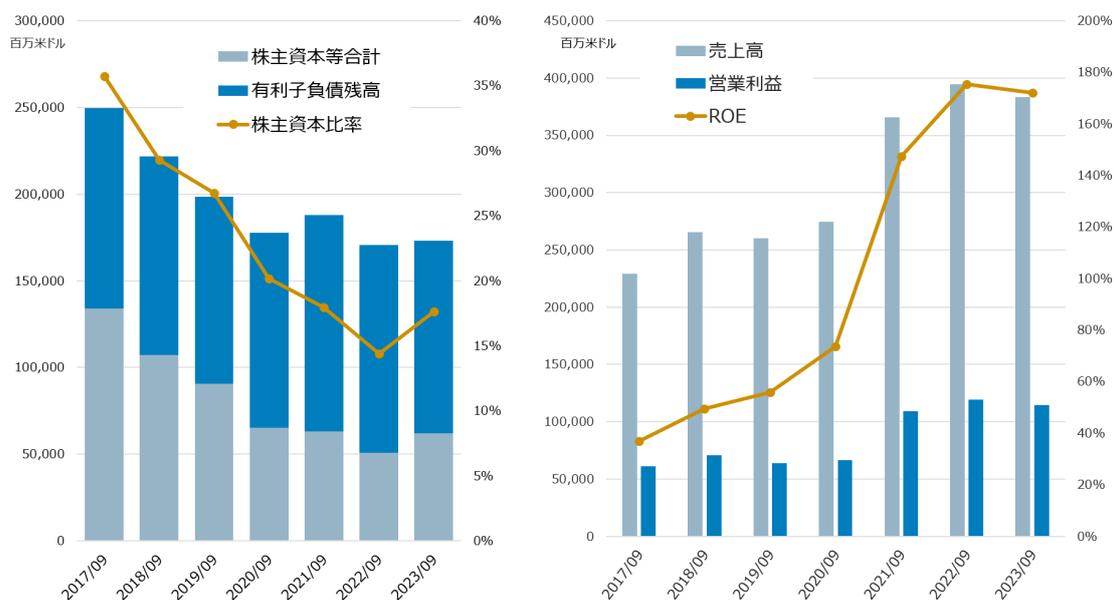
(図表 4) 株主資本のコントロールと利益成長 (マイクロソフトの事例)



出所：SPEEDA より、大和総研作成

マイクロソフトは創業から2002年までは無配を継続してきたが、利益の蓄積による資本の増加でROEが低下したために、2004年以降は巨額の株主還元を行う方針に転換し、4年間でROEを12%から50%超に引き上げた。注目すべきポイントは、この間に株主資本等が半減しているにもかかわらず、売上・利益が大きく増加していることだ。この事例が、株主還元は成長企業には不向きであるというそれまでの固定観念を覆し、米国企業で相次ぐ株主資本コントロール策の先駆けとなったのである。

(図表 5) 株主資本のコントロールと利益成長 (アップルの事例)



出所：SPEEDA より大和総研作成

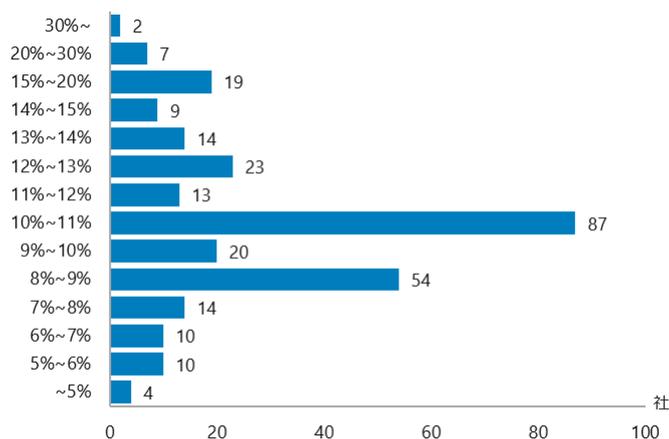
最近ではアップルの ROE 向上策が注目に値する。

アップルは 2017 年からの 5 年間で株主資本比率を 36% から 14% に引き下げ、ROE を 37% から 175% に引き上げた。世界中の市場での安定的な収益力と企業規模、盤石なブランド力、顧客に支持される商品開発力などによって、事業リスクが低下したとみなして、積極的に財務リスクを取って資本効率を高める戦略に転換したと考えられるが、それにしても、ROE175%、PBR48 倍は凄まじい。

3. 日本企業の ROE 目標の分析

TOPIX500 を対象に、ROE 目標を公表している会社数を調べたところ 295 社であった。時系列でも ROE 公表社数は緩やかに増加しており、ROE が日本企業の経営目標として浸透しつつあることが窺える。

(図表 6) 日本の主要企業の目標 ROE の分布状況



出所：TOPIX500 を対象にした大和証券の調査より、大和総研作成

ところが、日本の主要企業の ROE 目標を詳細に分析すると、不思議な事実がいくつか浮かび上がる。目標 ROE 水準が 8%~10% に集中しているのだ。2014 年に公表された「伊藤レポート」以来、株主資本コストを上回る ROE 目標の水準として 8% が目安とされたため、ROE8% 未満の多くの会社が 8% を目標としたことは理解できる。不思議に思うのは、現状より低い水準に ROE 目標を設定した企業が一定数存在することである。

2023 年に中期経営計画において目標 ROE を発表した 92 社のうち、27 社が直近実績より低い目標設定をしていた。そのような企業のホンネは、ROE は経営意思決定においては重視していないが、最近では外野がうるさいので目標設定しておこう、現状で 10% を超える ROE を達成している場合、さらに高いレベルを目指すのではなく、文句の出ないレベルの目標にしておこうといったところだろうか。

もう一つ、ROE の目標設定で不思議なことは、目標達成に向けて ROE の分母である株主資本等の目標を開示する会社が極めて少ないことだ。ROE を本気で引き上げようとするならば、ROE の

要素を分解してそれぞれの要素で目標設定するというアプローチが合理的である。それを行わないということは、真剣に ROE 目標の達成に向き合っていないといえるのではないか。

4. 日本企業の経営マインドの問題点

ROE の目標設定はしていないが、高い ROE を実現している米国企業と、ROE の目標設定はしているが、低 ROE に苦しむ日本企業。この日米の違いは何に起因するのだろうか。それは「株主目線の経営」か、銀行員的な「債権者目線の経営」かといった経営マインドの違いと解釈することができる。

米国企業は「企業価値を高める」という「株主目線の経営」が定着しているが、日本企業はそうではない。利益の追求よりも企業規模の拡大や経営の安定が重視される。日本では伝統的に銀行の力が強く、メインバンク制度の下で銀行によるガバナンスや銀行出身者による財務運営が長らく続いたことがその主因と考えられる。

銀行員に代表される債権者の発想は、企業経営にどのような影響を与えるのだろうか。債権者にとって何が一番困るかということ、融資先の企業が倒産して貸したお金が返ってこないことである。逆に、融資先の企業の利益が倍になっても 10 倍になっても、貸したお金が倍になって返ってくるわけではない。ハイリスク・ハイリターンのある有望な事業機会があった場合に、債権者の発想では万が一に備えてリスクテイクに後ろ向きになりがちとなる。

一方、株主的発想では、投資先の企業価値が 10 倍になったら、投資したお金が 10 倍くらいに膨らむので、ハイリスク・ハイリターンのある有望な事業機会に前のめりになるわけである。米国企業が利益率を大幅に改善するためのイノベーションの創出や事業ポートフォリオの大胆な入れ替えに積極的なのは、株主目線の経営マインドによるところが大きい。

日本企業が財務安全性を重視して資本効率を軽視する傾向が強いのも、債権者の発想によるものだといえる。債権者の立場では、倒産を避けるために自己資本は多ければ多いほどいいのだが、資本効率は眼中にない。ROE 目標を設定する際に、分母である株主資本等のコントロールを嫌う会社が多いのは、このような「債権者目線の経営」が定着しているからであろう。

以上のように、「債権者目線の経営」は、ローリスク・ローリターン事業の選好と極端な財務安全性の重視につながり、分子と分母の両面から ROE を引き下げる要因となっている。

「債権者目線の経営」を行う日本企業から「株主目線の経営」を行う米国企業に対しては、以下のような批判が展開されることが多い。

- ①日本企業は目先の利益を追いかける「近視眼的な経営」でなく「長期的な視点での経営」を行っている。
- ②企業の成長のためには資本の充実が必要で、行き過ぎた株主還元は企業の衰退につながる。
- ③日本企業は株主だけを重視するのではなく、すべてのステークホルダーを重視している。

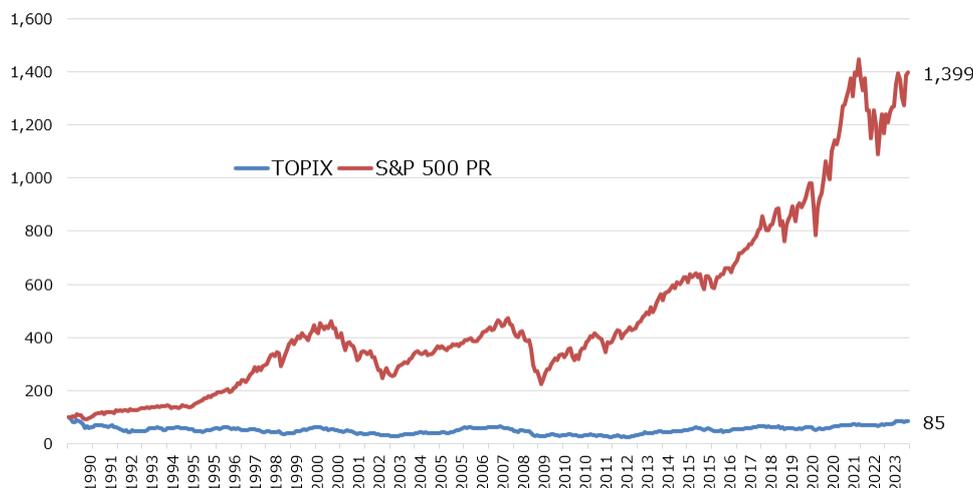
これらの批判に対して、イメージではなくできるだけデータを基に考察していく。

まず、「株主目線の経営」が近視眼的かどうかから明らかにしたい。株価は短期的な利益ではなく、未来永劫続く将来の利益やキャッシュフローの割引現在価値をベースに決まる。もちろん、短期的な利益の動向によって、将来の利益への期待値が変わるから株価が大きく変動することもあるが、少なくとも将来の利益を犠牲にして短期的な利益を上げる行動は株価にネガティブな材料となる。

したがって「株主目線の経営」に求められる企業価値の向上には、短期的な利益より長期的な利益が重視されることになる。

次に日本企業が長期的な視点で経営を行ってきたかであるが、これは甚だ疑問であるといわざるを得ない。失われた30年といわれるように、日本は成長する世界経済から完全に取り残されてきた。

(図表 7) 日米の株価指数の長期的な推移 (1990 年を 100 とした指数)



注：数値は、1990年1月末を100とした指数。2023年12月8日終値による値。

出所：SPEEDAより、大和総研作成

1990年以降の株価指数の動きをみると、日本企業の株価指数がゼロ成長であるのに対し、米国企業の株価指数は年平均8.2%上昇し、約14倍になっている。

株価指数だけではない。昨年の日本のGDPは約557兆円で、1990年から18%程度増加（年率平均0.6%）したが、この間に世界のGDPは4倍以上となり、世界のGDPに占める日本のGDPの比率は、15%以上から6%以下に低下した。

株式時価総額でも、1990年に世界の時価総額の30%以上を占めていた日本株の比率は直近では約7%に低下するなど、日本企業や日本経済の長期的な低迷を示すデータは枚挙にいとまがな

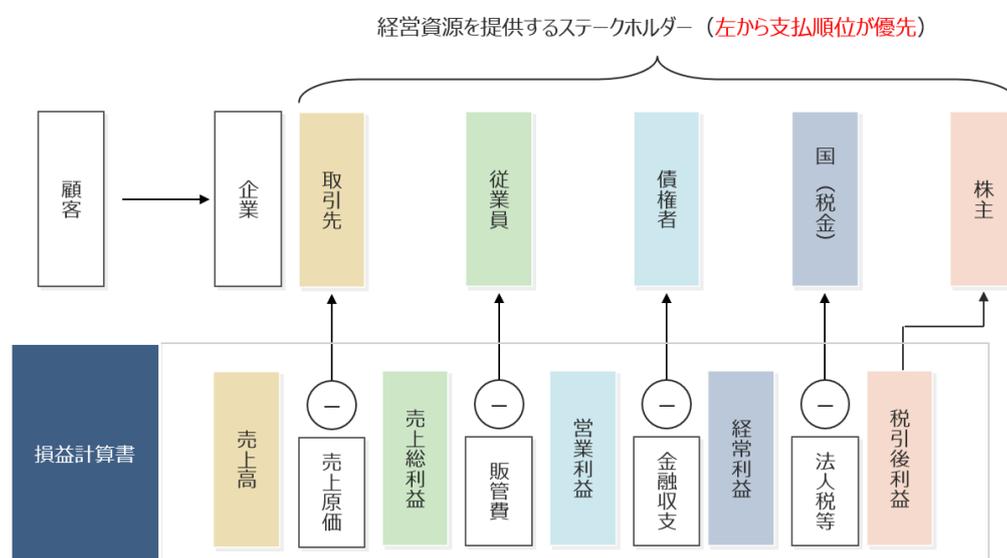
い。

企業の成長と資本の充実については、的外れの指摘とはいえませんが、若干の誤解がある。

企業の成長と相関関係が強いのは、株主資本等の額ではなく、有利子負債を含めた投下資本の額である。成長資金を有利子負債で賄えれば、成長力が落ちるわけではない。もっとも株主資本等の金額が僅少で有利子負債調達ができないようなケースであれば、成長を阻害することになるが、有利子負債調達が十分可能なレベルであれば問題がない。

現に、マイクロソフトやアップルは、株主資本等を半減させても、有利子負債の活用により日本の平均的な企業をはるかに上回る成長を遂げている。

(図表 8) 損益計算書の構造にみるステークホルダーへの収益分配の順位



出所：大和総研

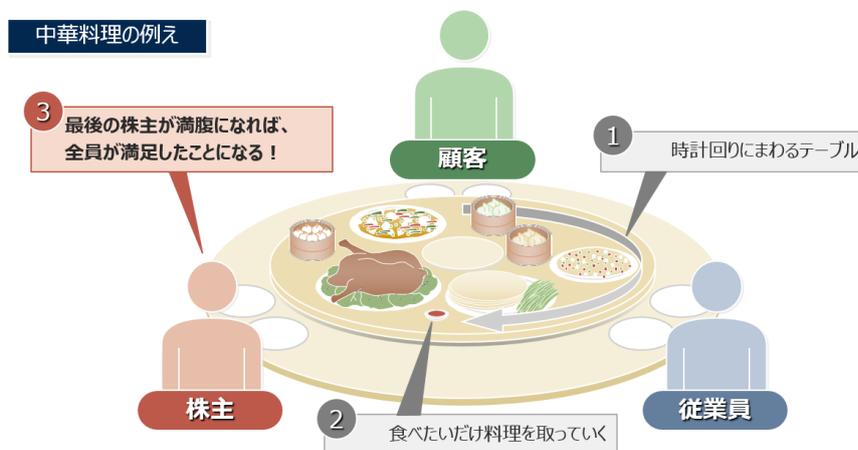
株主重視かステークホルダー重視かの考察については、まず企業を取り巻くステークホルダーの関係の議論から始めるべきである。

損益計算書の構造にしたがって、ステークホルダーの関係をみてみよう。企業の売上は顧客によってもたらされ、売上原価は仕入先など取引先への分配となる。従業員への分配は販管費に計上され、銀行への利払いは営業外費用に計上され、残りが経常利益となる。経常利益から国などへの税金が納められ、最後に残った利益が株主への分配原資となる。つまり、株主は最劣後に位置するステークホルダーであり、この関係は常に変わらない。

(図表 9) 株主価値重視経営の意味

株主価値重視の経営とは

- ⇒ 株主価値の増え方でトータルの価値創造の大きさを判断する仕組み
- ⇒ 顧客や従業員等への分配を抑える仕組みではない



出所：大和総研

ステークホルダーの関係については、中華料理のテーブルをイメージするとわかりやすい。上位のステークホルダーから順に料理を取り分けていき、最後に回ってくる株主が満腹になれば、すべてのステークホルダーが満足したことになる。

株主重視の経営とは、取引先や従業員などのステークホルダーを軽視するという意味ではなく、最劣後のステークホルダーである株主の満足度によって、経営のパフォーマンスであるトータルの価値創造の大きさを判断し、これを高めようとする経営である。

株主が満足できるだけの利益を上げている優良企業は、他のステークホルダーの満足度も高いのが一般的だ。もし仮に上位のステークホルダーの犠牲のもとに株主利益を優先させようとしたら、顧客や取引先や従業員が離れていき、持続可能な経営ができなくなる。

日本企業が株主だけを重視するのではなく、すべてのステークホルダーを重視しているという主張には説得力がない。株主へのリターンが低いことに加えて、重要なステークホルダーであるはずの従業員の賃金上昇率が国際比較で突出して低いからである。ステークホルダー重視論も、結局は経営のパフォーマンスが悪いことの言い訳に過ぎないのではないかと思われる。

こうして分析を進めていくと、日本的な経営マインドが企業価値創造の阻害要因となっている可能性が高いことがわかる。日本経済の長期的な凋落を止めるためには、経営マインドの変革が必要になるだろう。

5. 価値創造経営と ROE

日本経済が持続的に発展していくためには、個々の企業が収益力を高めて企業価値を向上させることが不可欠である。日本企業が企業価値の概念や本質を正しく理解したうえで経営を行うことが期待される。

企業価値とは、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値で算定される。したがって、企業価値を高めるポイントで最も重要なことは、長期的な視点で高水準の利益を出せるようにすることである。

高水準な利益を出している企業には、経営革新・イノベーションに積極的で、差別化された商品を提供することによる価格支配力があり、事業ポートフォリオの最適化を常に志向しているといった特徴がある。ローリスク・ローリターン経営では、存続はできても価値創造は難しい。

次のポイントとして、企業価値向上の観点から資本政策を決定することが重要だ。企業価値はフリーキャッシュフローの割引現在価値であるから、割引率である加重平均資本コストが企業価値に与える影響は大きい。加重平均資本コストは、有利子負債のコスト（支払利息に相当）と株主資本等の資本コストの加重平均値で算出される。株主資本コストは、平均的な企業で 7～8%程度と考えられるので、現状の金利水準だと負債コストより 10 倍程度高いことになる。

したがって、加重平均資本コストを引き下げるには、有利子負債を活用することが重要である。理論的には、加重平均資本コストが最小となる負債・資本構成において、企業価値は最大化する。日本企業は債権者目線での経営が行われてきた結果、無借金経営を是とする風潮があり、株主資本も厚い方が評価されてきたが、企業価値最大化を目指す場合には考え方を改める必要がある。

最適な負債・資本構成に関しては、企業規模や事業リスクなど論点が多く、容易に結論付けられるものではない。米国企業でも、グーグルを運営するアルファベットやフェイスブックを運営するメタのように無借金に近い資本構成の会社もあれば、マクドナルドやスターバックスのように意図的に債務超過にしている会社もある。

あえて、目指すべき資本構成を定義づけたら、いざという時に負債でも資本でも有利な条件で資金調達ができるような資本構成だといえる。つまり有利子負債と株主資本等の双方が過剰とならないことを目標とすべきだ。有利子負債が過剰な場合は銀行から指導が入るのでわかりやすいが、株主資本等が過剰かどうかの判断は何を基準にしたらいいのだろうか。

株式時価総額との比較、PBR を基準とすべきである。PBR が 1 倍を割れているのは、株式市場がその会社の資本が過剰だと警告していると捉えられる。長期にわたって PBR が 1 倍を割れている会社は、株主資本等に対する利益（＝ROE）が投資家の期待（＝株主資本コスト）を下回っているため、株主資本等の価値（＝株式時価総額）が株主資本等の簿価を下回っている状態だといえる。PBR が 1 倍を割れないようにするためには、ROE を株主資本コストの目安である 8% 以上の水準にしなければならない。

ROE10%以上を目標とするならば、株主資本等の金額を当期純利益の10倍以内に抑えなければならない。サステナブルな収益力との関係で株主資本等の金額をコントロールするという発想が求められるのである。その手段として、中長期的な株主還元策などの資本政策を位置づける必要がある。

株主目線の経営が定着している米国では、必要以上にROEを高めようとして失敗するケースも散見される。しかし、債権者目線の経営が定着している日本においては、シンプルにROEの目標を高めることが価値創造・企業価値向上に有効な手段になると考えられる。ROEの分子である利益を増加させるために事業を磨き、ROEの分母である資本を適正化することが、企業価値向上につながるからだ。

欧米の主要企業の過半が15%以上のROEを達成しているのだから、日本企業にできないわけがない。日本企業は平均値を意識しすぎる傾向が強いが、平均値が凡庸な水準にあり、かつ平均値を意識した行動を取れば凡庸から抜け出すことができない。目線を上げて、より高いレベルのROE目標の設定とその達成に向けた努力を期待したい。

—以上—

参考文献

- 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）（2014年8月）