

2025 年 5 月 2 日 全 9 頁

R0E の持続的向上のための資本規律の重要性

資本コストを真に意識した財務戦略への道

コーポレート・アドバイザー部 主席コンサルタント 太田 達之助
コーポレート・アドバイザー部 コンサルタント 上原 彩佳

[要約]

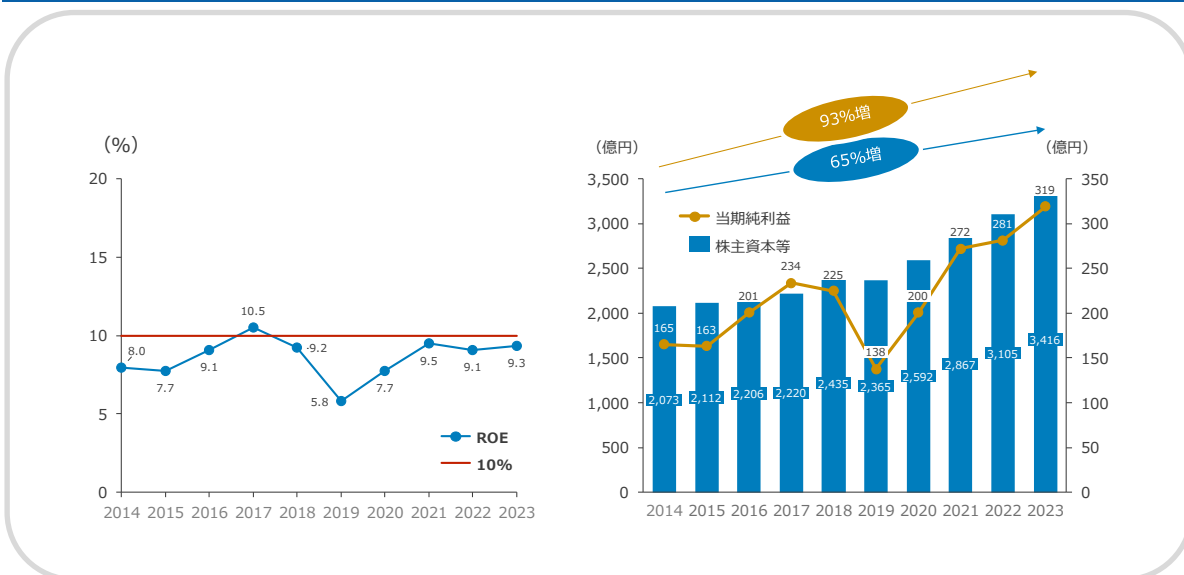
- 日本企業の利益は過去 10 年間でほぼ倍増しているが、平均 R0E は 10 年前の約 8% から 1% 強しか上がらず 10% を目前に足踏み状態が続いている。これは R0E の分母である株主資本等も大きく増加しているためである。
- R0E の国際比較を行うと日本企業は米国企業などに劣後している。日米の R0E 格差は、2014 年頃までは売上高純利益率の違いでほぼ説明できたが、その後の 10 年間で R0E の分母である株主資本等の要因も大きくなってきている。仮に過去 10 年間における日本企業の株主資本等の増加率が米国企業並みに低かったとしたら、2023 年度の平均 R0E は 14.6% になっていたことになる。
- 日本企業は売上高純利益率と財務レバレッジに強い負の相関関係がある。これは平均 R0E を高める牽引役となるべき高収益企業が、株主資本等を蓄積するからだといえる。
- 多くの日本企業は配当性向や総還元性向を一定水準としているため、稼ぐ力が高まれば内部留保も高水準となり、R0E が上がりにくい資本構成になりがちである。日本企業の稼ぐ力が徐々に高まるなかで、R0E10% の壁を大きく越えていくためには、各企業が自社にとって最適な資本構成を意識した資本のコントロールに取り組む必要がある。
- 日本企業に馴染みの薄かった資本のコントロールはどのような基準で行うべきなのだろうか。財務の安全性と資本効率のバランスを取ることが基本であるが、企業規模と成長ステージ、目指すべき事業ポートフォリオの方向性、事業の安定性など考慮すべき点は多い。
- 日本企業が資本効率より財務安全性を重視してきた要因として、株式持ち合い構造によって株主やエクイティ投資家からのガバナンスが全く効いていなかったことが挙げられる。日本企業に資本のコントロールや資本効率向上を促すためには、R0E や TSR (株主総利回り) などエクイティ投資家目線での評価指標がより強く意識されるようになることが望ましい。

1. ROE10%超えを阻む株主資本等の増加

東証プライム上場企業を対象に ROE の推移をみると、10%ラインに大きな壁があるようだ。日本企業の利益は景気変動の影響を受けながらも増加トレンドを続け、2024 年度も最高益更新となった模様だ。東証プライム上場企業を対象に 2014 年度と 2023 年度で利益を比較すると、当期純利益ベースで 93%増加している。

ところが、資本効率を示す ROE は 10%を目前に足踏み状態が続いている。利益が増加しても ROE が上がらないのは、ROE の分母である株主資本等も同時に増加しているからである。過去 10 年間で株主資本等が 65%も増加したために、その間の ROE 上昇幅は 1.3 ポイントにとどまった。

(図表 1) 東証プライム上場企業の ROE と純利益・株主資本等の推移



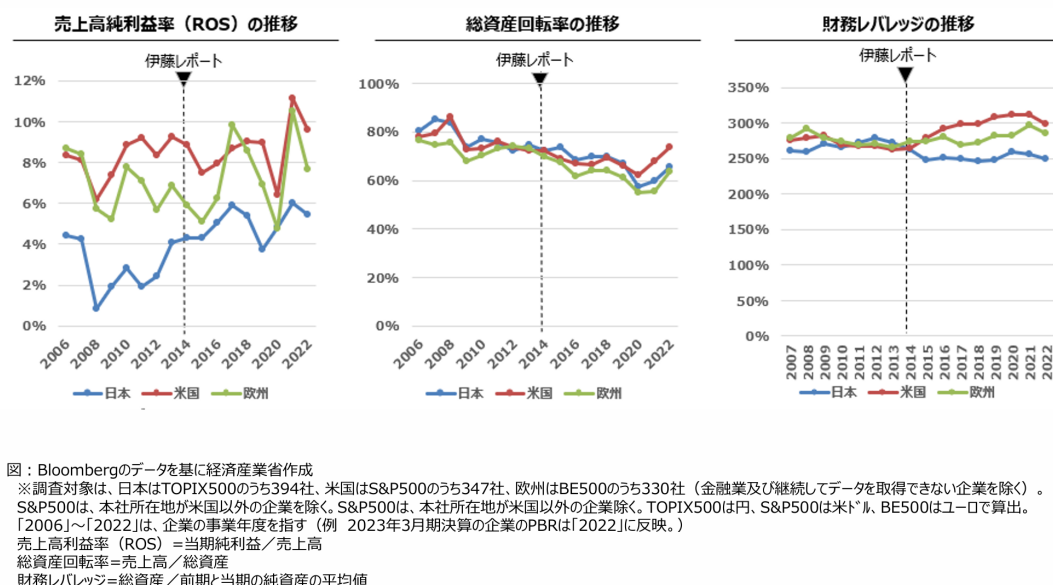
注：株主資本等は期首期末平均値。当期純利益・株主資本等は東証プライム上場企業の平均値。

出所：QUICK Astra Manager のデータを基に、大和総研作成

ROE の国際比較を行うと、日本企業は米国企業や欧州企業を下回っている。ROE を売上高純利益率と総資産回転率と財務レバレッジに分解（以下、デュポン分解）してみると、日本企業の ROE が国際比較で劣後する最大の要因が売上高純利益率の低さであることがわかる。経済産業省の分析資料（次ページ図表 2）によると、伊藤レポート¹が公表された 2014 年においては、売上高純利益率の違いが ROE 格差のほぼ全ての要因であると言いつけることができた。

¹ 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）

(図表 2) 日米欧企業の ROE の要因分解した結果とその推移

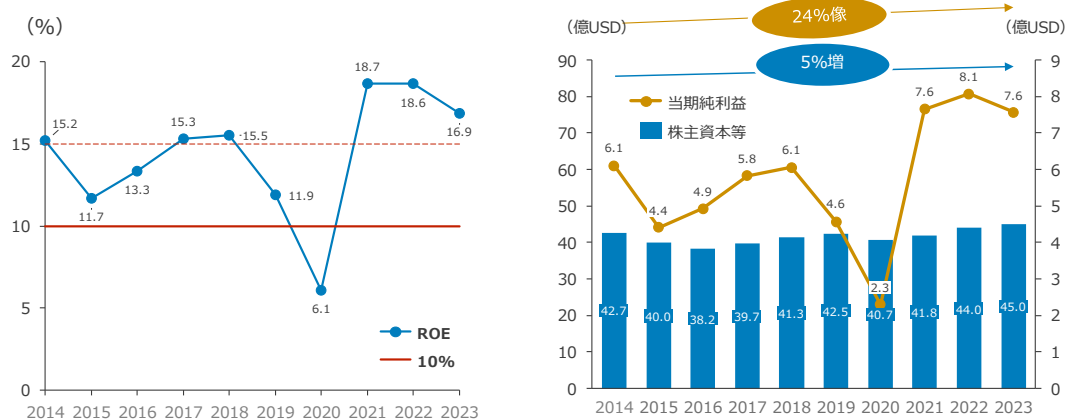


出所：経済産業省「第1回 持続的な企業価値の向上に関する懇談会 資料3 p.11」（2024年5月7日）より、大和総研作成

原出所：Bloomberg のデータを基に経済産業省作成

ところが、その後の10年間で状況が変わってきている。財務レバレッジ要因が徐々に大きくなってきているのである。ニューヨーク証券取引所上場の米国企業を対象に、当期純利益と株主資本等の推移をみると、当期純利益は24%と増大しているが株主資本等はほとんど横ばいで、利益の増加額ほど株主資本等が増加していないことがわかる。

(図表 3) ニューヨーク証券取引所上場企業の ROE と純利益・株主資本等の推移



注：当期純利益・株主資本等はニューヨーク証券取引所上場企業の平均値。株主資本等は期首期末平均値。

出所：SPEEDA のデータを基に、大和総研作成

仮に日本企業の株主資本等の増加が米国企業と同程度だった場合、2023 年度の平均 ROE は 14.6%になっていたことになる（実際の平均 ROE は 9.3%）。ROE 向上策においては、分母要因すなわち資本のコントロールの効果はかなり大きいといえる。

2. ROE10%の壁を越えるために必要なこと

日本企業と米国企業の ROE 格差の原因を明らかにするために、デュポン分解して各項目について分析を試みた。

日本企業では、売上高純利益率と財務レバレッジに強い負の相関関係がある。これは、利益率の高い企業は有利子負債の返済と株主資本等の蓄積が進む結果、財務レバレッジが低下するからである。米国企業で同様の分析を行うと、相関はみられない。資本効率を意識して負債の有効活用と資本のコントロールを行っているからだと考えられる。

TOPIX Core30 銘柄から売上高純利益率上位 5 社を選んでデュポン分解を行うと、日本企業の平均と比較して、財務レバレッジが極端に低いことがわかる。

（図表 4）日本の売上高純利益率上位 5 社のデュポン分解

	日本平均	キーエンス	任天堂	HOYA	信越化学	東エレク	TOP5平均
ROE	9.3 %	14.0 %	20.2 %	20.3 %	12.8 %	21.8 %	17.8 %
売上高純利益率	5.5 %	38.2 %	29.3 %	23.8 %	21.5 %	19.9 %	26.6 %
総資産回転率	0.57 回	0.35 回	0.56 回	0.68 回	0.49 回	0.77 回	0.57 回
財務レバレッジ	3.0 倍	1.1 倍	1.2 倍	1.3 倍	1.2 倍	1.4 倍	1.2 倍

注：2023 年度

出所：QUICK Astra Manager のデータを基に、大和総研作成

売上高純利益率がトップのキーエンスでは、38.2%もの極めて高い利益率であるにも関わらず、ROE は 14.0%にとどまっている。仮にキーエンスの総資産回転率と財務レバレッジが日本企業平均値と同じ値であったら ROE は 64.4%に上昇すると試算できる。このように、日本では平均 ROE 向上を牽引するべき高収益の企業が資本を蓄積させている結果、平均 ROE 水準が上昇しにくいという問題がある。

米国の高収益企業で同様の分析を行ったところ、エヌビディアやマイクロソフトのように財務レバレッジが低めの企業もあれば、アップルやアマジェンのように財務レバレッジが非常に高い企業もあり、一律に同じ傾向があるわけではない。日米の高収益企業上位 5 社の売上高純利益率の平均の違いは 5%弱に過ぎないが、ROE 平均は日本が 17.8%、米国が 92.9%と全く違う水準である。米国では高収益企業が平均 ROE 向上の牽引役になるという、ある意味当たり前の結果になっている。

(図表 5) 米国の売上高純利益率上位 5 社のデュポン分解

	米国平均	エヌビディア	マイクロソフト	アップル	アマジェン	コカ・コーラ	TOP5平均
ROE	16.9 %	91.5 %	37.1 %	157.4 %	135.8 %	42.8 %	92.9 %
売上高純利益率	6.7 %	48.8 %	36.0 %	24.0 %	23.8 %	23.4 %	31.2 %
総資産回転率	0.76 回	1.14 回	0.53 回	1.09 回	0.35 回	0.48 回	0.72 回
財務レバレッジ	3.3 倍	1.6 倍	1.9 倍	6.0 倍	16.4 倍	3.9 倍	6.0 倍

注：2023 年度

出所：SPEEDA のデータを基に、大和総研作成

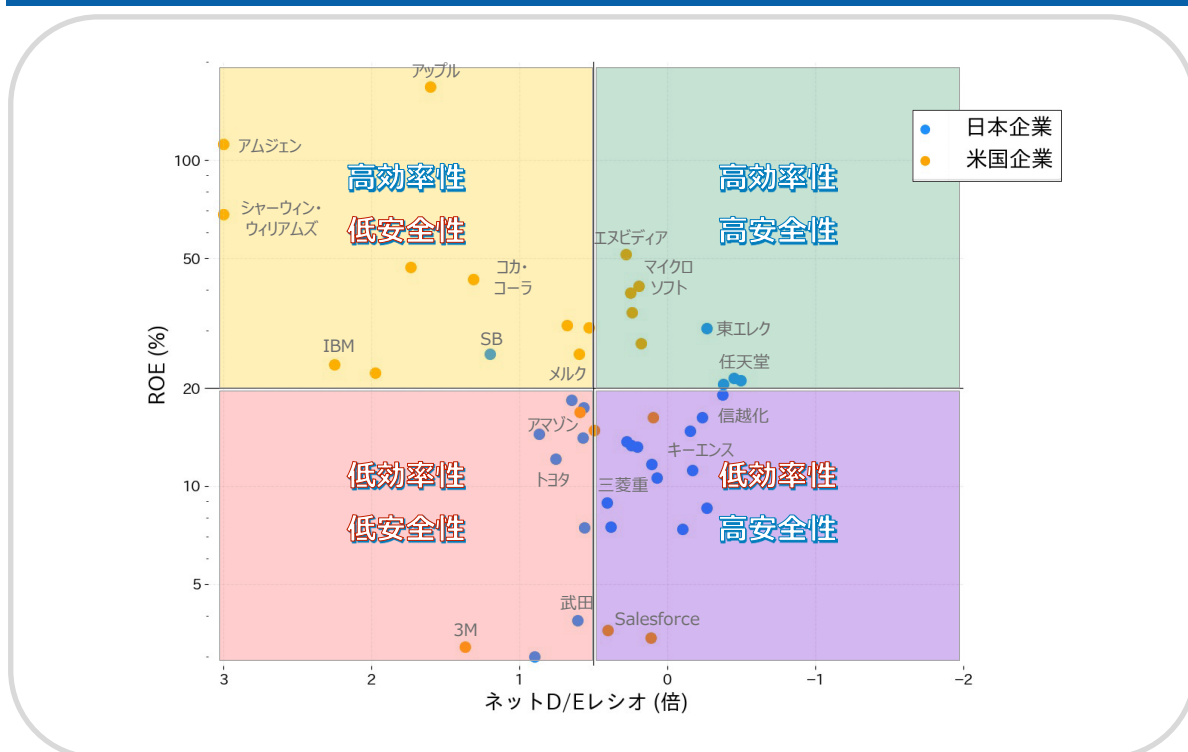
日本にも高水準な ROE に向けて取り組んでいる企業は存在する。東京エレクトロンは、中期経営計画において営業利益率 35%以上、ROE30%以上という高い水準の目標を設定。積極的な投資による利益成長とフリーキャッシュフロー対比で 100%前後の株主還元の継続により、2021 年度以降では 2023 年度以外は 30%以上の ROE を達成している。

東京エレクトロンのように高収益企業が高い ROE 目標を設定すること、ROE8%以下で株主資本コストを下回っている企業が PBR1 倍割れを回避するために資本効率への意識を高めることが、ROE10%の壁を越えるためのポイントだと考えられる。日本企業は配当性向や総還元性向を一定水準にしていることが多く、稼ぐ力が高まれば内部留保も高水準となり、ROE が上がりにくい資本構成になりがちである。稼ぐ力が徐々に高まるなかで、ROE10%の壁を大きく越えていくためには、各企業が自社にとって最適な資本構成を意識して資本のコントロールに取り組む必要がある。

3. 資本効率と財務安全性のどちらを重視するか

Y 軸に資本効率を示す ROE、X 軸に財務安全性を示すネット D/E レシオを取ってマトリクス分析を行うと、日本企業は高安全性・低効率性のゾーンに、米国企業は低安全性・高効率性のゾーンに集中する結果となった。日本企業は資本効率性よりも財務安全性を重視する傾向が強く、米国企業はその逆である（次ページ図表 6）。

(図表 6) 日本企業・米国企業の ROE、ネット D/E レシオの分析



注：ROE、ネット D/E レシオは 2021～2023 年の平均値。ROE は対数表示

出所：日本企業は、QUICK Astra Manager、米国企業は SPEEDA のデータを基に、大和総研作成

日本企業と米国企業の財務行動の違いは何に起因しているのだろうか。それは企業の評価基準の違いが要因の一つと考えられる。日本では経常利益などの会計上の利益で企業が評価されることが多いが、米国では 20 世紀後半には企業の評価手法として企業価値（フリーキャッシュフローの割引現在価値）が定着し、上場企業は企業価値を高めることが強く求められるようになった。

会計基準には、株主資本コストという概念がない。したがって会計上の利益を最大化するためには、会計上費用に計上される支払利息を抑えた方が有利となり、無借金経営が望ましいという結論になる。また、現金預金や有価証券などの金融資産の保有も、受取利息や配当金による利益上乗せによって経常利益を増加させる効果がある。長年の間、経常利益の額で企業を評価してきた日本では、無借金経営と多額の金融資産保有こそが優良企業の証しであった。

会計上の利益最大化ではなく、企業価値最大化という観点で企業を評価するとなると、状況は一変する。株主資本コストは有利子負債利率よりもはるかに高いため、無借金経営は加重平均資本コストの上昇につながり、企業価値向上にマイナスに働くことになるからである。

企業価値を最大化するためには資本効率を高める必要があり、株主資本のコントロールと有利子負債の活用が求められる。アップルやアムジェンなどの米国企業の有利子負債が多いのはそうした理由による。

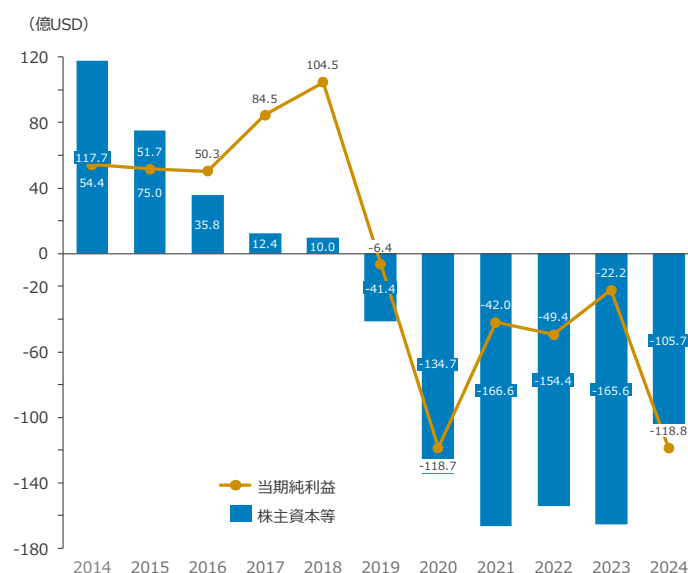
日本企業に馴染みの薄かった資本のコントロールはどのような基準で行うべきなのであろうか。財務戦略の基本概念として重要なことは、財務の安全性と資本効率のバランスを取ることである。望ましいバランスには、企業規模と成長ステージ、事業の安定性や目指すべき事業ポートフォリオの方向性など考慮すべき点が多い。

企業規模が小さい場合や社歴が浅い場合は、倒産リスクがそれなりに高いので、できるだけ借金を減らして資本の充実を図ることが合理的である。逆に、企業規模が大きくなって経営基盤が安定してくると、より資本コストの低い有利子負債を活用した方が企業価値を高めることになるから、資本構成の検討が必要なステージになってくる。

株主資本等の規模や財務レバレッジの適正なレベルを考えるにあたって、事業のリスクも考慮する必要がある。事業リスクの高いハイリスク・ハイリターンの業種であれば、業績変動によって赤字になる可能性もあるため、自己資本を厚めにして財務レバレッジを低めにするのが合理的である。逆に事業リスクの低いローリスク・ローリターンの業種であれば、一定以上の資本効率を得るためには財務レバレッジを高める必要がある。

このような事業リスクに応じた自己資本のコントロールという考え方は、米国においては一般的である。しかし、過度な資本のコントロールが経営危機につながった事例もある。

(図表 7) ボーイング社の純利益・株主資本等の推移



注：株主資本等は期首期末平均値

出所：SPEEDA のデータを基に、大和総研作成

航空機メーカーのボーイング社は、業績が好調であった 2018 年まで高水準の株主還元で資本を圧縮していたが、相次ぐ主力旅客機の墜落事故やコロナ禍、また労使対立によるストライキの長期化などで業績低迷が長期化し、債務超過額は一時 235 億ドルを突破した。債券格付けも低

下が続き、「投資適格級」としてのぎりぎりの水準から格下げの警告を受けたため、2024 年 11 月に 210 億ドル規模の新株発行を実施した。格付け BB 以下のジャンク債への転落は免れる見通しとなったが、新株の発行は高値から 3 分の 1 以下の株価水準で実施されることとなり、財務戦略の失敗のツケを株主が追う羽目になった。

トレードオフの関係にある資本効率と財務安全性のバランスを取って企業価値を向上させていくために、日本企業は資本効率向上が課題であり、一部の米国企業は行き過ぎた資本効率重視の是正が課題といえそうだ。

4. 株主やエクイティ投資家を意識したガバナンスが必要な時代へ

日本企業が資本効率より財務安全性を重視してきた要因として、株式持ち合い構造により株主やエクイティ投資家からのガバナンスが全く効いていなかったことも見逃せない。株主持ち合い構造が強固であった時代には、メインバンクなどのデット投資家からのガバナンスが企業経営にプレッシャーを与えていた。したがって経営の自主性を保つためには、メインバンクに口出しされない無借金経営が効果的であった。資本コスト概念も理解されていなかったので、資本効率の向上は重視されず、ひたすら規模の拡大と財務安全性を高める経営が行われた。

株主持ち合い構造に守られて資本コストが意識されていなかったことに加え、企業が財務安全性を重視してきた理由としてもう一つ挙げられるのが、債券格付けの向上を意識した財務運営を行ってきたことである。

債券格付けとは、格付投資情報センター（R&I）などの格付け会社が、国・企業などが発行する債券の信用力や元利金の支払い能力の確実性などを分析して、その度合いを記号でランク付けた指標のことである。債券の元利払い能力を示す指標に過ぎないのに、あたかも企業そのもののランク付けのように意識して、極端に財務安全性を高めようとする企業は多い。AA 以上の高格付けを取得するためには、多くの場合、無借金でかつ高水準のキャッシュを保有することが求められる。しかし、冷静に考えれば無借金でかつ高水準のキャッシュを保有していれば、社債や借入時の条件を良く（＝高格付けを取得）する必要はあまりないのではないか。債券格付けを高めるために、資本効率を犠牲にして無借金経営を貫くのは得策ではない。

企業の成長のためには、大規模な資金調達を有利な条件で実施可能な状況を常に確保しておくことが重要だ。具体的には、大型 M&A などの投資機会が生じた時に、デットでもエクイティでも有利な条件で資金調達ができる環境を整えておくことである。余剰なキャッシュを抱え込んでいると、債券格付けにはプラス効果となるが、株価がディスカウント評価になることが多い。そうすると手元キャッシュや負債だけでは足りないような大規模な資金調達が必要となった時に、不利な条件でのエクイティ調達を余儀なくされてしまう。高格付けと高株価の両方を維持できる資本構成が望ましいのだ。

プライム上場企業の時価総額は約 900 兆円、有利子負債残高は約 350 兆円である。上場企業の利害関係者は、デット投資家よりエクイティ投資家のウエイトが高いことになる。すなわち、本来重視すべき投資家はエクイティ投資家ではないだろうか？

近年ではアクティビスト投資家が活発に行動しているだけでなく、一般の機関投資家もエンゲージメント活動（建設的な目的をもった対話）に注力し始めた。具体的には、機関投資家が中長期的な視点から投資先企業の経営改善に働きかけることで、企業の持続的な成長と企業価値向上を促すことを目指している。

資本効率よりも財務安全性を重視する傾向の強い日本企業に対して、資本効率・企業価値の持続的向上を促すためには、ROE や TSR（株主総利回り）などエクイティ投資家目線での評価指標がより強く意識されるようになることが望ましい。デット投資家にとっての債券格付けと対応するような、エクイティ投資家目線での「新しい格付け指標」が定着していくと日本企業の資本効率向上が期待できる。

－以上－