

2015年5月29日 全13頁

# ROEの性質と利用する際の注意点

最終目的は数値の達成ではなく企業価値の向上と持続的成長の実現

金融調査部 研究員 太田珠美  
研究員 中田理恵

## [要約]

- ROEへの関心が高まっている。安倍政権が公表した日本再興戦略およびその改訂版において、企業の収益性向上に焦点が当てられたことを契機に、2014年はJPX日経インデックス400の創設、伊藤レポートによるROE向上の推奨等、ROEを巡り様々な動きがみられた。日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの影響もあり、機関投資家が投資先企業に対しROEの向上を求めたり、企業が経営計画にROEの数値目標を掲げるといった動きもみられるようになっている。
- 海外と比べ、日本企業のROEは全体的に低い。ROEの差は売上高当期純利益率の違いによるところが大きいですが、欧米は企業の廃業率・上場廃止率が高く、サバイバル・バイアスの結果、ROEが高くなっている可能性もある。
- ROEは数値が高いほど自己資本を効率的に活用している企業と評価されるが、本業以外の要因で大きく変動する可能性があること、長期的に見て平均回帰する傾向があること、また採用する会計基準によって数値が変わることなど、その性質を理解した上で用いることが重要である。

## 1. 近年のROEに関する動向

ROE (Return On Equity) とは株主に帰属する資本である自己資本に対する当期純利益<sup>1</sup>の割合であり、企業の収益性を測る代表的な指標の一つである。有価証券報告書上では自己資本利益率、決算短信上では自己資本当期純利益率と呼ばれ、以下の計算式で算出される。最近ではROEを銘柄採用基準の一つとしたJPX日経インデックス400の創設、伊藤レポート（詳細は後述）によるROE向上の推奨、大手議決権行使助言業者であるISSによるROE基準の導入等が実施され、従来以上にROEに対する関心が寄せられている。

$$\frac{\text{当期純利益}}{(\text{期首自己資本} + \text{期末自己資本}) \div 2} \times 100$$

### (1) JPX日経インデックス400の算出開始

東京証券取引所は投資魅力の高い日本企業を内外にアピールするとともに、持続的な企業価値向上を促す目的で2014年1月よりJPX日経インデックス400を導入した。同年4月には世界最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、国内株式のパッシブ運用におけるベンチマークとしてJPX日経インデックス400を採用したことを発表し、当該指数が更に注目されることとなった。当該指数は3年平均ROE、3年累積営業利益、時価総額等を構成銘柄の選定基準とし、毎年8月の最終営業日に銘柄の定期入れ替えを行う（選定基準日は毎年6月末）。ROEが高い企業ほど構成銘柄に採用される可能性が高くなるため、上場企業にROE向上を促すインセンティブとなっている。

### (2) 「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（伊藤レポート）公表

2014年8月には経済産業省が取り組む「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（伊藤レポート）が公表され、企業がグローバル投資家から認められるには、最低限8%を上回るROEを達成することにコミットすべきであると提唱された。当該プロジェクトは、企業経営者（CFO等）や長期投資家等が参加し、日本企業が収益力を高め、持続的に価値を創造していくための方策と、それを支える資本市場のあり方について検討したものである。報告書では、日本企業の持続的価値創造のためにイノベーションを支える長期投資を呼び込むことが必要とし、その施策の一つとして、日本企業の低収益性の改善、特に代表的な指標であるROEの向上を奨励している。なお、最低ラインとさ

<sup>1</sup> 連結ROEの場合は分子を親会社の所有者に帰属する当期純利益、分母を親会社所有者帰属持分として算出する。2015年4月1日以後開始する事業年度の期首から当期純利益の定義が変更になり、従来の「少数株主損益調整前当期純利益」が「当期純利益」に、従来の「当期純利益」が「親会社株主に帰属する当期純利益」となるが、連結ROEの算出は従来通りである（親会社株主に帰属する当期純利益を分子として計算する）。

れる8%という水準は、伊藤プロジェクトが行った調査で「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コスト」の平均値が7%超であり、ROEが8%を超える水準であれば約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回るとして設定されたものである。

### (3) ISSが議決権行使指針にROE基準を導入

2014年11月には議決権行使助言業者の最大手である Institutional Shareholder Services Inc. (ISS)が、2015年2月から施行する議決権行使助言方針にROE基準を導入することを発表した。「過去5期の平均のROEが5%を下回る企業」の経営トップに反対を推奨することである（なお、基準を満たさない場合でも、直近の会計年度のROEが5%以上であれば、反対を推奨しないとしている）。

議決権行使助言業者とは、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行う業者である<sup>2</sup>。ISSは2014年時点で日本企業の約33%がこの基準を満たしていないとしており<sup>3</sup>、今後ISSの議決権行使指針に基づき、機関投資家が企業に対しROEの向上を迫る場面が増える可能性がある。

## 2. ROEへの関心が高まった経緯・背景

### (1) 日本再興戦略を契機にROEが注目される

従来、ROEは投資家が投資判断の際に注目する指標の一つである。2000年代を通じて日本の株式市場における海外投資家の株式保有比率が高まり、国際的に見た日本企業のROEの低さに対して改善を求める声が強まった。そういった中、安倍政権が2013年6月に日本再興戦略、2014年6月にその改訂版を公表し、企業の収益性改善、イノベーション促進に向けた施策としてガバナンス改革を推し進めることを表明した。企業の収益性改善やガバナンス強化を評価する指標として、改めてROEへの関心が高まった。

2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が「日本版スチュワードシップ・コード」を公表、2015年3月に「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が「コーポレートガバナンス・コード原案」を公表したことで<sup>4</sup>、機関投資家が投資先企業に対しROEの向上を求めたり、企業が経営目標にROE目標を加えたり、具体的な動きもみられるようになっている。

<sup>2</sup> 鈴木裕「議決権行使助言業者：公的年金による利用？」（2013年11月21日付）

[http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20131121\\_007917.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20131121_007917.pdf)

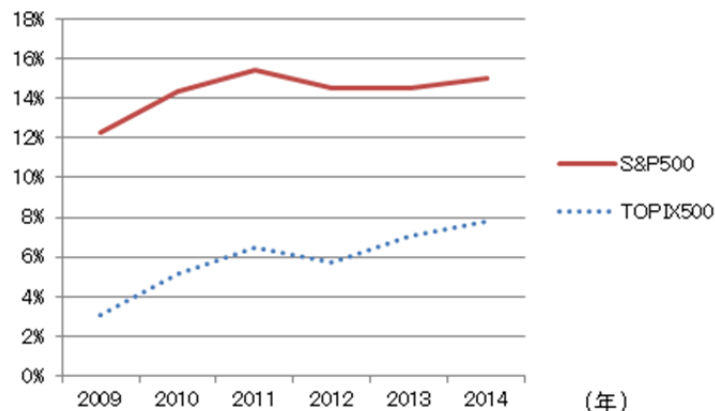
<sup>3</sup> ISS「ISS議決権行使助言方針（ポリシー）改定の正式決定について」（2014年11月6日）より。

<sup>4</sup> 「コーポレートガバナンス・コード原案」を受け、東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コード」を有価証券上場規程の別添として定めた（2015年6月1日から適用開始）。

## (2) 国際的に見て低い日本企業のROE

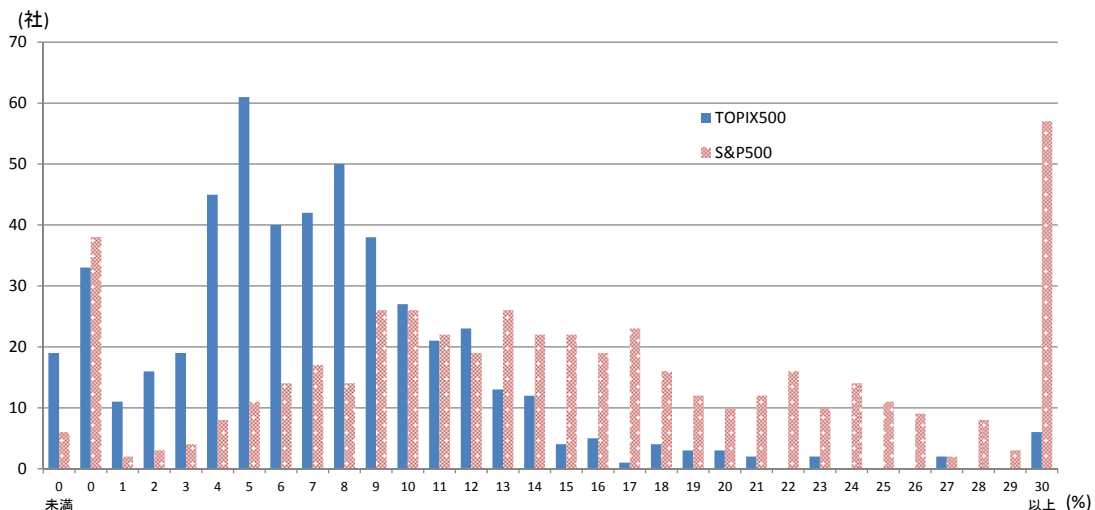
日本企業に対して ROE 向上を促す動きがみられるようになった背景の 1 つには、日本企業の ROE が国際的に見て低水準に留まっていることが挙げられる。図表 1 は日本の TOPIX500 を構成する企業と、米国の S&P500 を構成する企業の ROE の中央値を比較したものである。日米間の ROE の差は縮小傾向にあるものの、依然として日本企業の ROE は米国の 2 分の 1 程度に留まっている。5 年平均 ROE の分布をみても、日本企業は 4～10%あたりに集中しているのに対し、米国企業は 10%台～20%台に広く分布しており、30%を超える企業も少なくない（図表 2）。

図表 1 TOPIX500 および米 S&P500 構成銘柄の ROE の中央値



(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 2 TOPIX500 および S&P500 構成銘柄の 5 年平均 ROE の分布



(注) 2015年5月26日時点。0未満と30以上の間にある横軸の目盛は“t以上、t+1未満”（10のところを示されているのは、ROEが10%以上11%未満の企業数である）。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

ROE を売上高当期純利益率、総資本回転率、レバレッジにデュポン分解して比較してみると、売上高利益率の違いが日米間の ROE の差を生み出す主因となっている（図表 3～7）<sup>5</sup>。

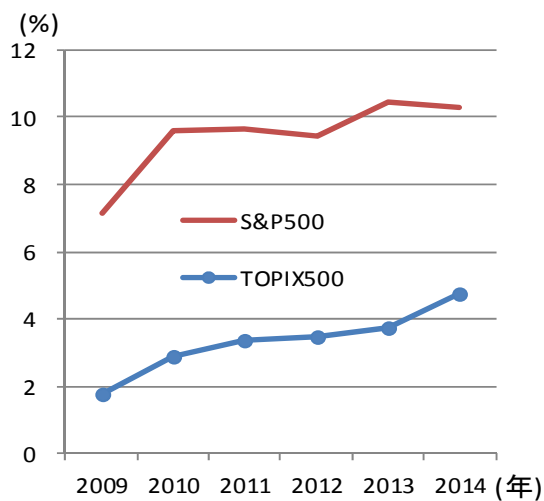
<sup>5</sup> ただし、業種別に見た場合、一部業種では売上高利益率に大差がなく、例えばヘルスケアではレバレッジ比率、

図表3 デュボン分解

$$\begin{array}{c} \text{売上高} \\ \text{当期純利益率} \\ \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{総資本回転率} \\ \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{レバレッジ} \\ \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} \end{array} \times 100 = \text{ROE}$$

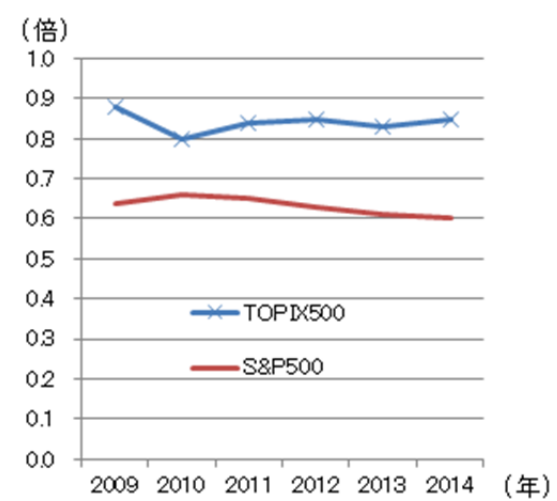
(出所) 大和総研作成

図表4 売上高当期純利益率



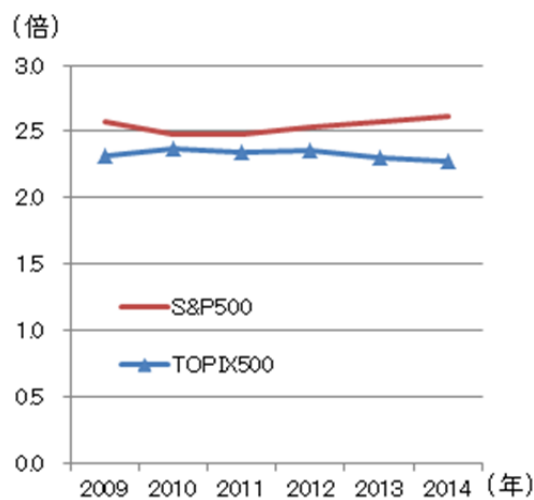
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表5 総資本回転率



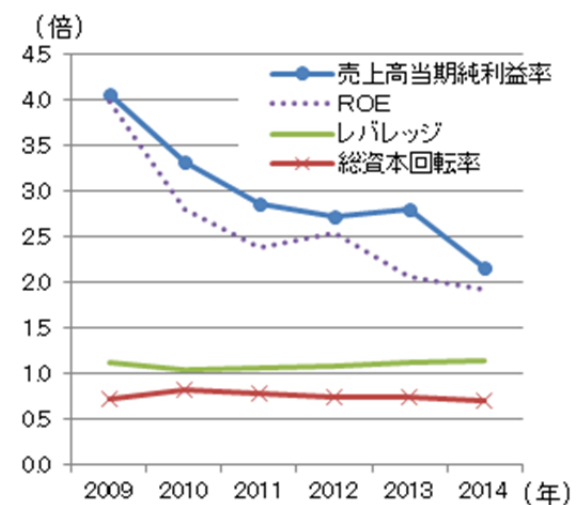
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表6 レバレッジ



(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表7 日本の値を1とした時の米国の値



(出所) Bloomberg より大和総研作成

金融では資本回転率が日米の ROE の差の主因となっているケースもある。

### 3. ROEを経営指標・投資指標とする際の留意点

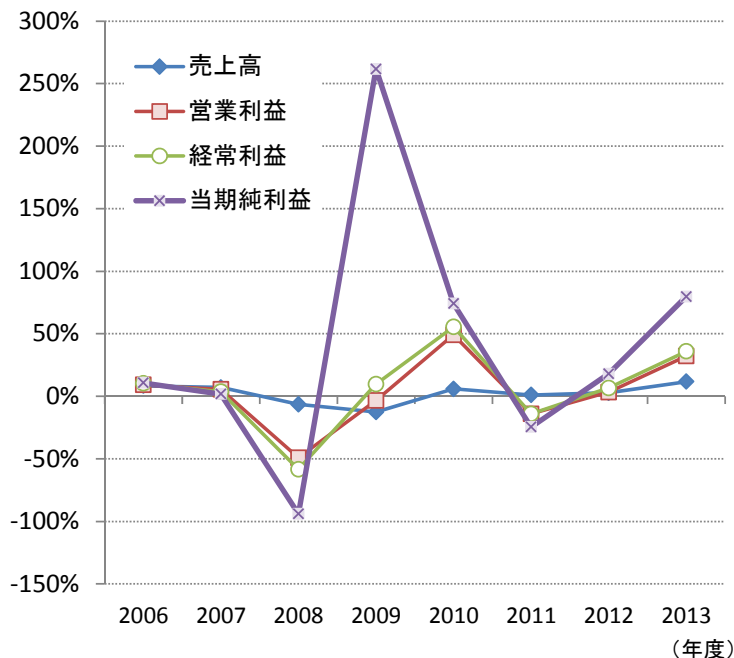
#### (1) ROEは単年度ごとの変動が大きい

ROEは企業の資本効率性を測る指標として有用ではあるものの、そもそも変動が大きく、また利益が増えていなくても数値が向上することもある。企業が選択する会計基準によって水準が変わることもある。以下、ROEについての留意点を具体的にみていきたい。

ROEは分子・分母ともに、資産価格の変動等、事業活動以外の影響を大きく受ける。分子の当期純利益は、固定資産の売却に伴う実現損益や、災害等による突発的な損失などの影響を受ける。過去数年の東証1部上場企業の当期純利益をみると、前年度比で100%弱の減少になったかと思えば、翌年度は250%超の増加になるなど、大きく変動することがある(図表8)。

また、分母の自己資本には評価・換算差額等<sup>6</sup>の項目が含まれるため、資産・負債に発生した含み損益(当期の損益として処理していないもの)の影響を受ける。例えば、海外子会社を保有している企業は、円安(円高)になると為替換算調整勘定がプラス(マイナス)になり、自己資本は増える(減る)ことになる。アサヒグループホールディングスの2014年の実績ROEは8.1%だが、「為替換算調整勘定」、「その他有価証券評価差額」の影響を除くと9.4%であり、1.3%の差異が生じている<sup>7</sup>。

図表8 東証1部上場企業の決算状況(前年度比)



(注) 金融業を除く。

(出所) 東京証券取引所「決算短信集計結果」より大和総研作成

<sup>6</sup> その他有価証券評価差額金(保有する投資有価証券の含み損益)や為替換算調整勘定(在外子会社等の貸借対照表を円換算した時に生じる簿価との差額)など。

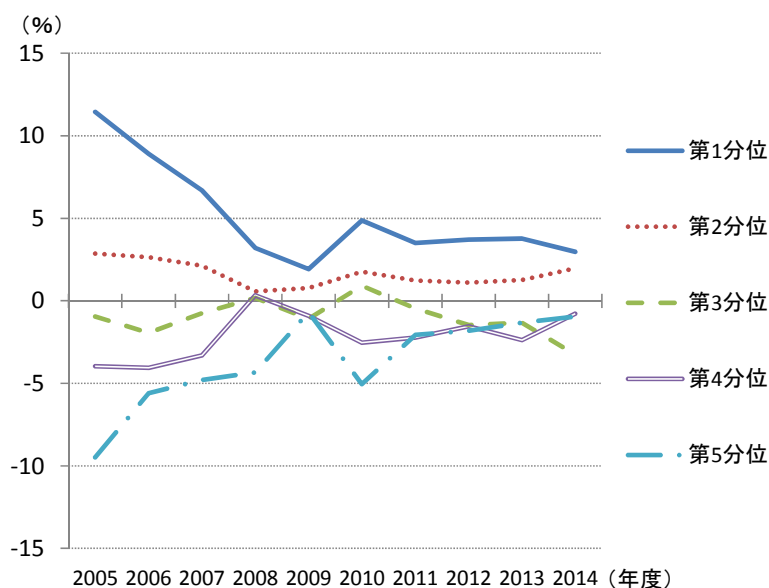
<sup>7</sup> アサヒグループホールディングス「2014年決算説明会」(説明会プレゼンテーション資料)(2015年2月)より。

## (2) 長期的に見ると平均回帰する傾向がある

単年度ごとに見ると変動が大きい ROE だが、長期的に見ると平均回帰する傾向がある。ROE が高い企業が平均に回帰する理由としては、①利益率の高い事業には新規参入者が現れるため競争が激化し利益率が低下する、②常に新たな（しかも利益率が同水準かそれ以上に高い）事業を見つけ投資し続けるということが困難、③当期純利益が増えると留保利益も増えて自己資本の厚みが増す（ROE の分母が増える）、といったことが挙げられる。逆に、ROE が低い企業に関しては、その業界全体の利益率が低い場合は、撤退する企業が増えることで生き残った企業の利益率が上昇することが挙げられる。また高 ROE 企業の逆で、利益率の高い事業に後発参入することで利益率が改善することが挙げられる。

TOPIX500 銘柄について、2005 年度の ROE を基準として、ROE が高い方から 5 グループに分け<sup>8</sup>、それぞれのグループの ROE と全体の ROE の差をとったものが図表 9 である。ROE が最も高かった第 1 分位は、10 年間にわたり平均より高い水準の ROE を実現しているものの、2005 年度時点で平均より 10%以上高かったことに鑑みると、時間の経過とともに平均に近づいていることがわかる。一方、平均より 10%近く低い水準であった第 5 分位も、時間の経過とともに平均に近づき、2014 年度には平均より 1%程度低い程度にまで上昇している。

図表 9 ROE の平均回帰性



(注) TOPIX500 銘柄を、2005 年度の実績 ROE の高い順に第 1 分位から第 5 分位に 5 グループに分け、全体の ROE 平均とそれぞれのグループの平均の差をとった。

(出所) 東洋経済新報社より大和総研作成

## (3) 負債比率の上昇のみでも ROE 向上は実現可能

ROE 向上が必ずしも企業業績の改善を意味するわけではない。例えば、企業が借入れを行い、

<sup>8</sup> 5 月 18 日時点の選定銘柄かつ、2005 年度から継続的に ROE の値が算出できるもののみを集計対象としている。

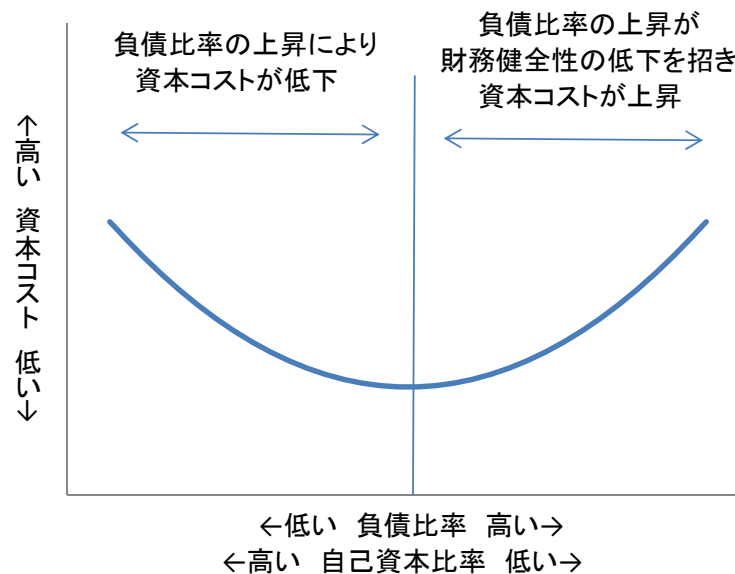


その資金で自社株買いを実施すれば、ROE の分母である自己資本は減少し、業績は変わらなくても ROE は向上することになる。

自己資本比率が高く、最適な資本構成になっていない企業に関しては、自己資本を減らして ROE を向上させるのも 1 つの手段である。自己資本比率が高い企業は、自社株買いにより自己資本を減らすことで、資金調達に伴うコスト（資本コスト）を低下（企業価値を上昇）させられるためだ<sup>9</sup>。資金の出し手にとっては融資より出資の方がリスクは高く（その分高いリターンを期待する）、企業にとって支払利息は税務上損金算入可能であるため、一般的には借入れの方が株式発行による資金調達よりコストは低くなる。資金調達を負債にシフトさせ、全体の資本コストを減らすことが可能な場合は、自己資本を減らして ROE を向上させるのは合理的な行動と言える。

しかし、既にある程度の負債を抱えている企業は、自己資本比率の低下（負債比率の上昇）により借入金利が上昇したり、融資が受けられなくなるなど、資本コストが上昇（企業価値が低下）する場合もある（図表 10）。自己資本比率が低すぎても全体の資本コストの上昇（企業価値の低下）要因となるため、負債比率の上昇に伴う ROE 向上には限界がある。ROE 目標は当期純利益の増加により達成することが原則といえるだろう。

図表 10 負債（自己資本）比率と資本コストのイメージ図



（出所）大和総研作成

<sup>9</sup> 企業が保有する資産を元に生み出す収益を用いて企業価値を算定する DCF（ディスカウントキャッシュフロー）法によれば、企業価値は将来の予測キャッシュフローを資本コストで割り引いた現在価値の総和である（下記数式を参照）。資本コストが高く（低く）なれば、予測キャッシュフローの現在価値は低下（上昇）し、企業価値も低下（上昇）することになる。

$$\text{企業価値} = \frac{CF_1}{1+r_1} + \frac{CF_2}{(1+r_1) \times (1+r_2)} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r_1) \times (1+r_2) \times \dots \times (1+r_t)} + \text{残存価値の現在価値}$$

$CF_t$ : t 年後の予測キャッシュフロー、 $r_t$ : t 年後の資本コスト



#### (4) 企業が選択した会計基準によって、ROEが変わることもある

ROEは会計基準によっても差が生じる。日本の上場企業は会計基準を日本会計基準、米国会計基準、国際会計基準(IFRS)の中から選択することができるが<sup>10</sup>、のれんの取扱いや投資有価証券(株式)の売却損益や評価損益など会計処理が異なる点があり、当期純利益や自己資本にも差が生じる(図表11)。例えば、企業を買収した際に生じるのれんについて、日本会計基準であれば一定の年数をかけて定期的に償却をするが、米国会計基準とIFRSでは償却しない。その分、日本会計基準は一定期間利益が減少し、ROEも相対的に低くなる。一方、米国会計基準やIFRSは償却しないので利益を押し下げる要因にはならないものの、減損が発生した場合はまとめて損失を計上するため、日本会計基準より影響が大きい。

図表 11 ROEに影響する可能性がある会計基準の違い(例)

☆：当期純利益に影響 ◆：自己資本に影響

	日本会計基準(注1)	米国会計基準	国際会計基準(注2)
のれんの取扱い	☆一定の年数をかけて定期的に償却、減損が発生した場合は減損処理	☆償却しないが、毎期減損テストを行い、減損が発生した場合は減損処理	☆償却しないが、毎期減損テストを行い、減損が発生した場合は減損処理
投資有価証券(株式)の売却損益の取扱い	☆当期の損益に含めて計上(営業外損益・特別損益)	☆当期の損益に含めて計上	◆その他の包括利益に計上(分子には不算入)
投資有価証券(株式)の評価損益(時価のあるもの)の取扱い	◆その他の包括利益に計上(分子には不算入)(注3) ☆時価が著しく下落した場合は減損処理(特別損失)	◆その他の包括利益に計上(分子には不算入)(注4) ☆減損処理あり	◆その他の包括利益に計上(分子には不算入) ◆減損処理なし
非上場株式の評価損益の取扱い	取得原価で計上 ☆実質価額が著しく低下した場合は減損処理(特別損失)	取得原価で計上 ☆減損処理あり	◆基本的に時価(公正価値)で計上、差額はその他の包括利益に計上(分子には不算入) ◆減損処理なし

(注1) 前掲脚注1のとおり、2015年4月1日以降に開始する事業年度の期首から当期純利益の定義が変更になるが、ROEの算出方法は従来通り。

(注2) 投資有価証券(株式)、非上場株式はIFRS第9号による。

(注3) 単体財務諸表では純資産に直接計上(分子には不算入)。

(注4) 米国財務会計基準審議会(FASB)は時価評価による評価損益を当期純利益に反映させる方向で検討中。2015年第4四半期に基準が公表される予定。

(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>10</sup> 2015年4月1日以降に始まる事業年度の期首からは、日本版IFRS(修正国際基準)の選択も可能。

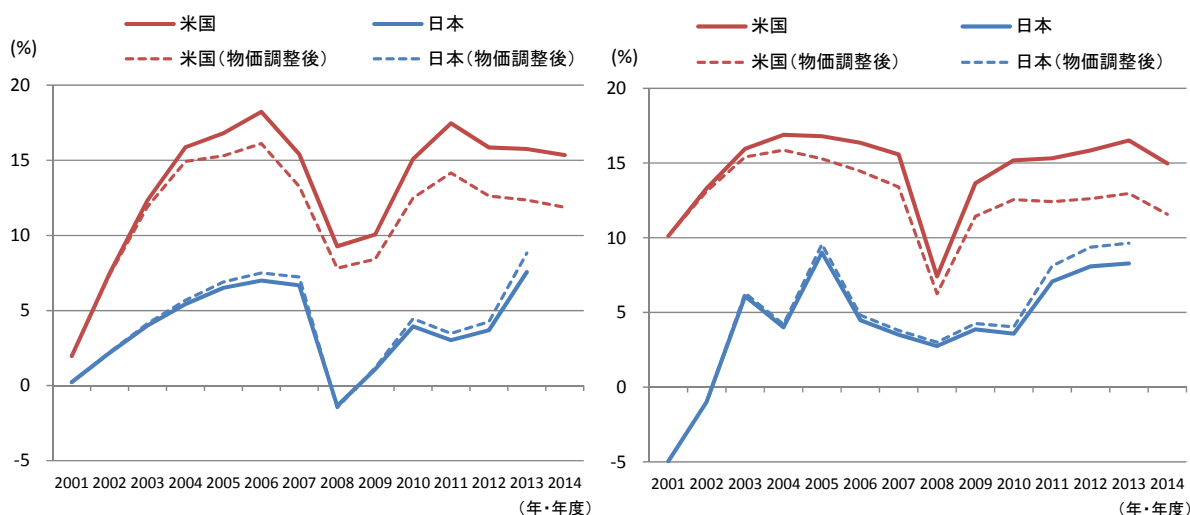
実際に会計基準の変更がどの程度 ROE に影響するかは、企業によって異なる。例えば、2014 年 3 月期の電通の ROE は、日本会計基準では 5.3%であったのに対し、IFRS では 9.1%と、3.8% pt の差異が生じている。一方、セイコーエプソンの 2014 年 3 月期の ROE は日本会計基準では 27.6%で、IFRS では 27.7%と、ほぼ同水準であった<sup>11</sup>。大きな差異が生じるのは、のれんや、投資有価証券の減損の発生の有無による場合が多く、企業買収に積極的な企業は会計基準変更の影響を受けやすい傾向がある。

## (5) 国際比較をする場合、物価の影響を考慮する必要

ROE は分母がストック（資本金+過去の利益の蓄積）で、分子がフローであるという点にも留意が必要だろう。分母の自己資本に含まれる資本金や資本剰余金などは、投資家から払い込まれた資本金に、利益剰余金や評価・換算差額などを毎年積み上げたものである。為替換算調整勘定など、一部時価変動するものもあるが、基本的には計上された時点の価値で固定される。一方、分子の当期純利益はその時々々の価額（時価）である。

そのため、物価上昇率が継続的にプラス（マイナス）で推移すれば、自己資本の現在価値は減価（増価）する。一方の当期純利益はその時々々の時価であるため、物価上昇率が継続的にプラス（マイナス）であれば、ROE は高く（低く）なる。例えば、米国企業の ROE は日本より高いことが知られているが、物価調整を行うと、その差は縮まる（図表 12）。

図表 12 日米 ROE における物価の影響（左図：製造業、右図：小売業）



(注) 米国は暦年、日本は年度ベース（日本は 2013 年度まで）。集計対象は全規模。物価調整は 2001 年を基準に GDPギャップを用いて行った。

(出所) 財務省「法人企業統計」、米国センサス局“Quarterly Financial Report”より大和総研作成

<sup>11</sup> 電通・セイコーエプソンの ROE は、2014 年度 3 月期（日本会計基準）および 2015 年度 3 月期（IFRS）の決算短信を参照した。

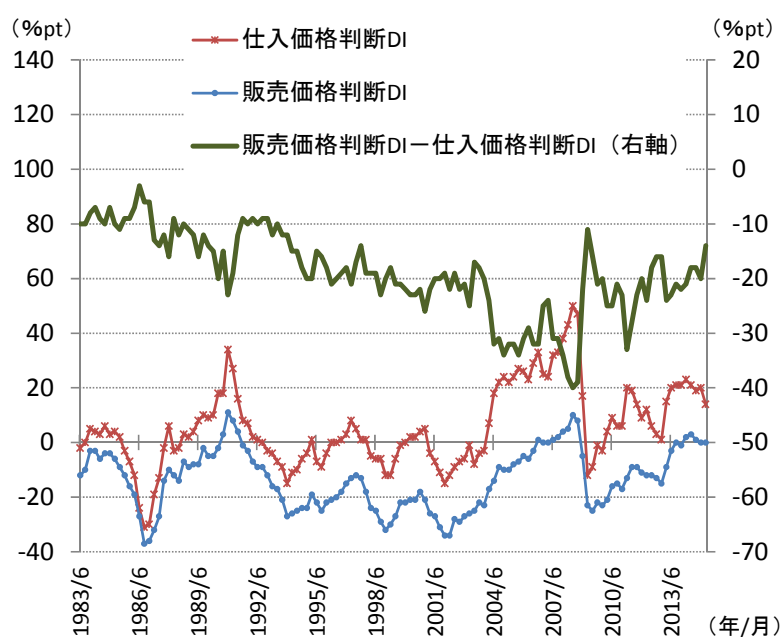
## 4. 日本企業はなぜ低ROEと言われるのか

### (1) 販売価格の抑制などにより売上高当期純利益率が低下

日本企業は欧米企業に比べ ROE が低いですが、総資本回転率やレバレッジに関してはそれほどの差異はなく、売上高当期純利益率が ROE の差に影響を与えていることは前述のとおりである<sup>12</sup>。この要因としては、前述の会計基準の違いや、物価の違いが影響している可能性の他、販売価格が低いもしくは各種コスト（人件費や原材料費、社会保険料負担や法人税率、電力料金等）が相対的に高く、利益率が低下している可能性が考えられる。

日本銀行の全国企業短期経済観測調査（日銀短観）の販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI の動きをみると、1990 年代の半ばから 2000 年代の後半にかけて、販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI の値がマイナスの方向に大きく動いている（図表 13）。仕入価格の上昇が販売価格に転嫁できていない（もしくは仕入価格の下落以上に販売価格が下落している）状況が長期間続いていたと考えられる。日本企業の売上高当期利益率が低いのは、製品の販売価格やサービスの提供価格を抑え、販売数量を確保することで利益を維持してきたことも背景にありそうだ。

図表 13 ROE の平均回帰性



(注) 大企業・全産業。

(出所) 東洋経済新報社より大和総研作成

日本企業が負担するコストに関しては、国際的にみて高いかどうか一概にいうことは難しい。例えば、内閣府が推計した雇用調整速度によれば、日本に比べ、米国と英国は経済の変化に応じた雇用者数調整が速い。平均勤続年数を見ても、日本は 11.8 年だが米国は 4.6 年、英国は 8.9

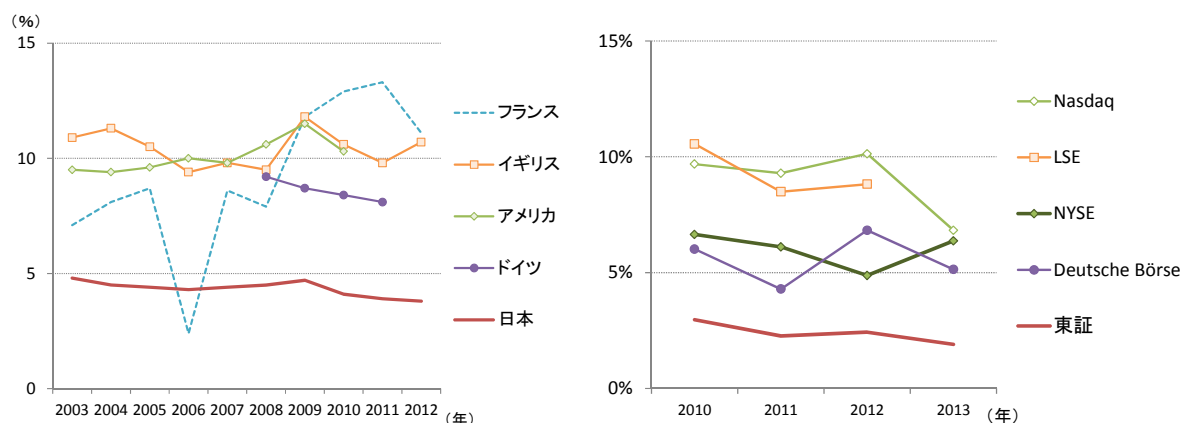
<sup>12</sup> 本稿では日米の比較のみ行っているが、欧州企業の ROE も日本企業より高いことが知られている。内閣府が公表している平成 22 年度・平成 25 年度の「年次経済財政報告」等を参照。

年と短いことから<sup>13</sup>、米国および英国は雇用流動性が高く、企業が業績に応じて人件費を柔軟に増減させていることが推測される<sup>14</sup>。また雇用主が負担する総人件費に対する社会保険料も、日本の12.9%に対し、米国は8.9%、英国は9.7%と低い<sup>15</sup>。電力料金（産業用）に関しても、日本より米国や英国の方が低いという試算がある<sup>16</sup>。日本企業はこういった点において、米国や英国の企業に比べて負担が大きいようだ。ただし、法人税率に関しては、英国は20.00%と日本の34.62%より低いが、米国は40.75%と高く、必ずしも全てのコストが日本企業に不利に働いているとは言えない<sup>17</sup>。また、日本よりROEの水準が高いドイツは、法人税率こそ29.59%と低いが、雇用調整速度は日本より遅く、雇用主の社会保険料負担も多い（平均継続年数や電力料金はほぼ同水準）。二国間比較であれば日本企業の負担が相対的に重いと言える項目はあるものの、それらが国際的に日本企業のROE水準を抑えるほどの影響力を持っているとまでは言えない。

## （２）欧米はROEが低い企業の退出が速い可能性（サバイバル・バイアス）

欧米では企業の廃業率が日本と比べて高く、利益率の低い企業は市場から早期に退出しているものとみられる（図表14）。証券取引所の上場廃止率（全上場企業数に対する上場廃止企業数の割合）も、日本は欧米より低い。欧米企業のROEが日本企業と比べて高いのは、欧米では利益率の高い企業でなければ生き残れず、“サバイバル・バイアス”の効果でROEも全体的に高くなっている可能性がある。

図表14 廃業率（左図）および上場廃止率（右図）の国際比較



（注）日本は保険関係が成立している事業所（適用事業所）の成立・消滅、米国は雇用主の発生・消滅、イギリスは付加価値税および源泉所得税登録企業数、ドイツは開廃業届の提出、フランスは企業・事業所目録へのデータベース登録・抹消を元に算出しており、国によって集計方法が異なる。

（出所）中小企業庁（データ元は厚生労働省、米中小企業庁、英国家統計局、仏国立統計経済研究所、独連邦統計局）、World Federation of Exchanges より大和総研作成

<sup>13</sup> 独立行政法人労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2014」より、2012年の数値。

<sup>14</sup> 内閣府「平成26年度年次経済財政報告」の「第2-3-2図 労働生産性と雇用調整速度」より。

<sup>15</sup> OECD “Taxing Wages 2015” より、2014年の数値。

<sup>16</sup> 筒井美樹・澤部まどか「電力料金の国際比較—2013年までのアップデート—」電力中央研究所社会経済研究所ディスカッションペーパー（2014年4月）より。

<sup>17</sup> 財務省ウェブサイト（URL：[https://www.mof.go.jp/tax\\_policy/summary/corporation/084.htm](https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/corporation/084.htm)）および英国政府ウェブサイト（URL：<https://www.gov.uk/corporation-tax-rates/rates>）を参照。

## 5. ROEを上げることが最終目標ではない

過去、日本企業の資金調達はメインバンク制と株式持合いにより支えられていた。取引先や債権者が株主になる目的は、キャピタルゲインや株式配当を受け取るのではなく、投資先企業との取引関係の強化である。投資先企業にとって、これらの株主は“長期的な視野で保有する安定株主”という位置づけであり、株主としての権利を積極的に主張する株主ではなかった。

2000年代以降、メインバンク制の機能低下と株式持合いの解消が進むとともに海外投資家の比率が上昇し、株主が企業に対して配当の増額や経営効率の改善、事業再編などの要求を行うことが増えてきた。2013年の日本版スチュワードシップ・コード策定で、機関投資家に対し“投資先企業に企業価値の向上や持続的成長を促すこと”が明確に求められるようになり、今後は国内機関投資家が株主としての権利を積極的に行使する場面も増えてくるだろう<sup>18</sup>。2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、企業側にも相応の対応を求めている。

日本版スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードも、ROEの向上を直接的に求めているわけではない。しかし、日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家に議決権行使と行使結果の公表について明確な方針を持つことを求めている。ISSの議決権行使基準にROE基準が導入されたこともあり、機関投資家が低ROE企業の経営者選任に反対票を投じるケースが増えることが想定される。また、同コードは投資先企業と「企業価値および資本効率の向上と持続的な成長を促すことを目的とする対話」を行うことも求めていることから、資本効率の向上の観点でROEは対話の主要なテーマの1つになるだろう。

また、コーポレートガバナンス・コードは、上場企業に対して経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって収益計画や資本政策の基本的な方針を示すことや、収益力・資本効率等に関する目標を提示することなどを求めている。この“収益力・資本効率等に関する目標”は必ずしもROE目標の提示を求めるものではなく、企業が経営戦略に基づいて適切な目標を提示すればよい。しかし、機関投資家を中心にROE向上を求める動きが強まり、株主総会決議にも影響する可能性があることに鑑みれば、目標の有無に拘らずROEに対する考え方を株主に説明することが必要になるだろう。

機関投資家、企業双方の対話を行うにあたり、企業の収益性向上を判断する1つの基準として、ROEはわかりやすい指標である。しかし、前述のとおり変動が大きく、会計制度等の影響も受ける。特徴を理解した上で利用する必要がある。また、ROEの維持・向上が最重要視され、本来行われるべき設備投資や人材育成、研究開発が削減されるようなことになっては本末転倒である。ROE向上の目的は、数値目標の達成にあるのではなく、中長期的な視点に基づいた企業価値の向上と持続的な成長を実現することにある。

<sup>18</sup> 日本版スチュワードシップ・コードは一律に強制適用されているわけではなく、受入れ表明をした機関投資家が遵守するものである。2015年3月12日現在、国内外の184の機関投資家が受入れを表明している。コーポレートガバナンス・コードは東証の有価証券上場規程の別添として位置付けられているため、全上場企業が対象となるが、コードの各原則を実施するか否かは企業の判断に委ねられている（ただし、実施しない場合はその理由を説明することが求められている）。