

ROE 重視の経営

— 日本企業の意図は —

本 波 清 孝

I. ROE の意味するもの

平成7年（1995年）の経済白書において、日本企業のROEすなわち、株主資本利益率（Return on Equity）の低迷について言及されている。ROEは、バブル経済崩壊以後、特に、注目されている経営指標である。内容は、自己資本当期利益率と同様のものであって、税引後利益を自己資本（株主資本）で除したものである。田邊孝則氏は、比較的早い段階でROEに言及している。又、1994年には、一般紙（朝日新聞）でも、ROEに言及されている。

田邊氏は株価評価の尺度の重要なものとして、3つ上げている。¹そして、財務データと株価の比によるものと、財務データのみによるものとしての二つに分類して、前者がPER、PBR、後者がROEである。田邊氏は次のように述べる。「企業は利益成長を追求するものであり、株式投資の醍醐味もそこにあります。株式投資の原点は、企業の収益力と成長力にあるといってもよいでしょう。その両方を集約する指標がROE（株主資本利益率＝利益÷株主資本）です。これは株主の資本（財産）が毎年いくらの利益を生み出しているかを示す指標で、株主資本の利回りともいえるものです。この数字が高ければ、企業経営者は株主資本を効率的に使い、株主のために高い収益を上げていることとなります。またこの指標は利益成長の基本的な指標にもなっています」。²そして更に、次のようにも述べている。「高いROEを維持し向上するには、

常に利益率の高い製品やサービスを開発し、そこに再投資していかねばなりません。毎年たいへんな経営努力が必要になります。経営者の能力や経営戦略、人材、設備、財務、販売など、企業が総力をあげた成果を株主の立場から（株主資本に基礎を置いて）評価する尺度が ROE なのです³。

株主資本利益率について、朝日新聞の記事を参考にして、その意味するものを展開していくことにする。朝日新聞では以下の様に説明されている。

「株主資本（自己資本）に対する当期利益の割合。企業が株主から預託を受けた資本を利用して、どの程度の利益を上げているのかを表す指標。ROE は高いほど資本を効率的に使って多くの利益を上げていることになる。ROE は、Return on Equity の略。米国企業の ROE は平均でも10%を超えているが、日本企業は利益の絶対額にこだわる経営をする傾向が強かったから、資本の効率性が重視されることが少なく、相対的に低い。ROE が高い企業ほど余裕を持って株主還元ができ、借入金に頼ることが少ない⁴」。

この引用では、「ROE が高い程、資本が効率的に使われている」という見解。及び、「日本企業は、利益の絶対額を重視」していたという見解。「米国企業が ROE が高いこと」や「ROE が高い企業ほど株主還元をする能力がある」という事実が述べられている。

朝日新聞では、ROE を利益の質と規定し、利益も「量」から「質」へとする見出しをつけている。ROE も経営指標であるから、数量的な指標であるから、あくまで「量」であるが、株主資本と比較することで、単なる「純利益」でなく、「株主資本」との比較という意味で、「質」的な面も含んでいるのであろう。そして、朝日新聞は、企業が十分な配当ができないことによる株主批判から、ROE を重視する企業が増えだしたとしている。

田邊孝則氏は ROE に言及して、最近では、以下の様に述べている。「資本

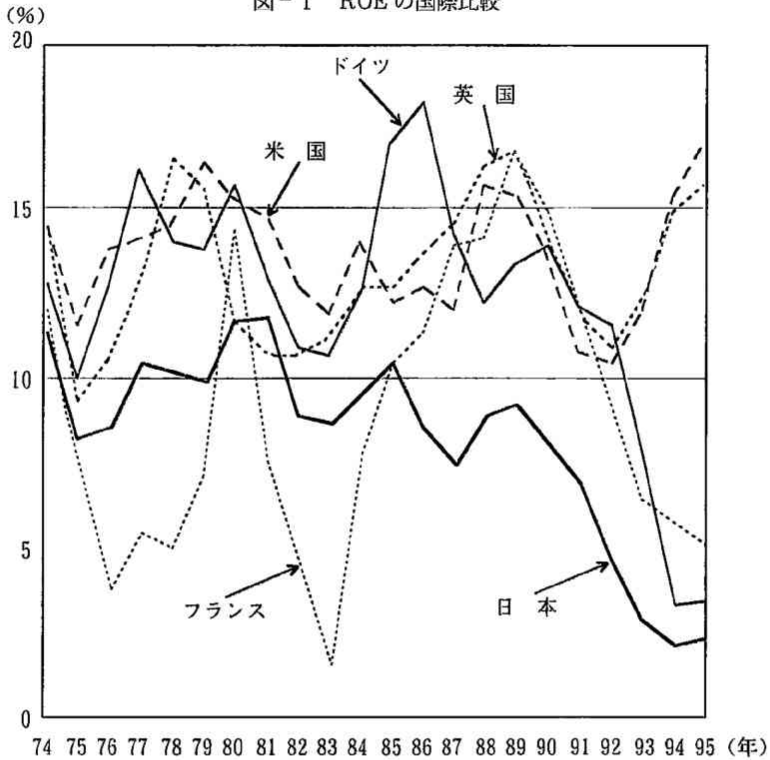
ROE重視の経営

主義社会では、企業経営者にとって最も重要なことは、株主から預かった資本でどれほどの利益をあげることができるかである。つまり、株主資本利益率（ROE）が最も重要な経営指標である」。⁵ 清水恵彦氏は以下のように述べている。「この数字（引用者注＝ROE）が高ければ、株主資本を効率的に使って、株主のために高い収益を上げていることになるからだ」。⁶ 又、日経ビジネスでは、「ROE 経営の本質は、株主から預かった資本を最大限に活用し最大の果実を得る、高効率、高収益の経営を実現することにある」と述べられ、更に「ROE を高めていくことは、株主のみならず、その企業、ひいては従業員のためでもある」⁷ と述べられている。又、森田松太郎氏は、「ROE は株主の立場からみた収益力の指標です。株主の意識の高まりと共に注目されるようになりました」⁸ としている。

ここで筆者が注目するのは、ROE には二つの意味があるということである。つまり、株主のための指標として ROE が重要であるとするものである。もう一つは、効率的な経営指標としての ROE である。ROE 重視の経営は、本当に効率的な経営につながるのだろうか。逆に、効率的な経営がなされたら、ROE は上昇するであろうが、それは、株主のための ROE 重視なのだろうか。田邊氏・森田氏の言及は「株主重視」に重きが置かれ、朝日新聞は「効率的な経営」に重きがおかれている様である。清水氏・日経ビジネス誌は、両者に言及して、更に、ROE を高めることは、単に株主のためだけではないとしている。ROE を高めることが、果たして誰のためなのかも、考察すべきことがらであろう。

アメリカとの比較で ROE が低い。バブル崩壊以後、更に ROE が低くなったという事実は、注目しなくてはならない。実は、図-1 に見られるように、アメリカだけではなく、ヨーロッパとの比較でも、日本企業の ROE は低いのである。⁹

図-1 ROEの国際比較



(備考) 1. Morgan Stanley 「Morgan Stanley Capital International Perspective」
 2. データは各年末値。95年分は、2月末時点を採用。

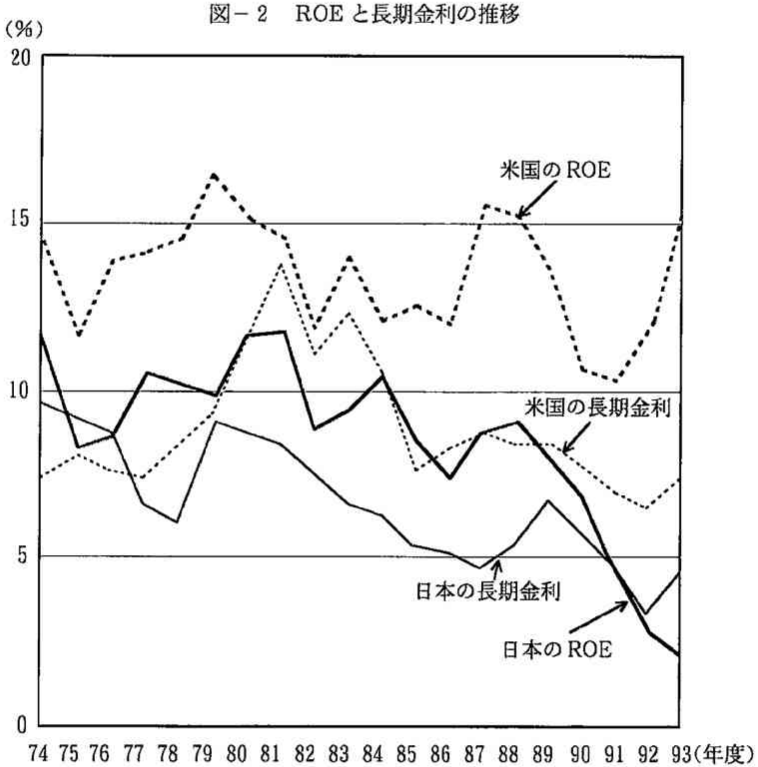
II. ROEの低迷

平成7年度経済白書では、「ROEの低下」について、「ROEの低下が意味するもの」として取り上げる。経済白書でROEが取り上げられたのは、平成7年が最初である。

ここで先ず取り上げられるのは、長期金利とROEの比較である。図-2に

ROE重視の経営

見られるように1991年度以降、日本企業のROEは、長期金利を下回っている。これは、長期金利より更に、ROEが高くなっているアメリカとは対照的である。¹⁰



- (備考) 1. Morgan Stanley「Morgan Stanley Capital International Perspective」、日本銀行「経済統計月報」、「外国経済統計年報」より作成。
 2. 株主資本利益率(ROE)は、年度末データ。日本の長期金利は、長期国債指標銘柄の流通利回り(年度末データ)。米国の長期金利は、財務省証券(10年)の流通利回り(年度末データ)。

経済白書によれば、「株主資本は負債と異なりビジネスリスクを負担しているとの考え方からすれば、株主が経営者に期待するリターンは、無リスク資産以上の水準（長期国債の利回り+ α ）であるとみなされる。もし、ROEが長期にわたって長期金利を下回れば、合理的な株主は株式を売却して無リスク資産に資金を移し変えるはずである」¹¹と指摘している。但し、この論説は、株主資本が時価表示されていないと、意味を持ち得ないし、事実、日本企業の株主資本は、土地・株式のため、過小に測定されている。

ところで、このROEの低迷の原因として、平成7年の経済白書はROA（総資本利益率、事業利益÷総資本）の低下と株主資本比率が上がったことをあげている。¹²一方、田邊孝則氏は、ROEの低い理由を次の様に考察する。第一に、「日本企業は売上高営業利益率が圧倒的に低い」こと、第二に「資本効率が悪いこと」つまり、「総資本回転率」の低さをあげている。¹³ROEの低迷の理由に関しては、後で再び考察することとする。

Ⅲ. ROEの二つの意義

現実社会の企業経営者がROEを重視しているかはさておき、近代経済学は企業の行動基準として「利潤の極大化」を仮定している。だが、株式会社という形態の組織が発達し、所有と経営の分離が進んだ現代の企業を考えると、企業の行動基準は、「ROEの極大化」と置き換えてもいいかもしれない。

しかし現実の企業経営は様々な歴史的背景や利害関係から成立し、企業経営者は、ROEよりも雇用を重視するかもしれない。一般的にアメリカは株主重視・日本は従業員重視と言われている。例えば、アメリカは不況期にレイオフを行うが、日本は雇用安定に力を入れている。¹⁴実際に日米のROEを比較すると、この指標が高く、アメリカ企業が株主を重視しているという事実を示していると言えるであろう。

ROE重視の経営

一般に ROE 重視の経営は、株主重視の経営とされている。しかし、ROE はあくまでも経営指標であって、投資指標ではない。¹⁵ つまり、ROE だけでは、株価の水準が高い低いを云々することはできないのである。

株価水準を判断する指標として、PER・PBR・配当利回りがある。ここでは、PER（株価÷1株当たり利益）つまり、1株当たり利益の何倍で株価が形成されているか、を取り上げる。日本の企業の PER は、他の資本主義国との比較において、非常に高い。これは、「バブル以前」・「バブル期」・「バブル崩壊後」を通して高い。そして、バブル期には、PER では株価の高さが説明できないとして、q レーシオ（企業の解散価値）なるものが提唱されたりした。日本企業の PER が高いこと、ひいては株価水準がファンダメンタルズより高いことに関する考察は、筆者は既にしているので、ここではそうした事実があることの指摘に止めておきたい。¹⁶

ROE の重要性が指摘されだしたのは、「バブル経済崩壊後」である。それ以前は、「株主資本利益率」という言葉より、「自己資本利益率」という言葉が利用されていた。又、アメリカでは、「資本利益率」(ROI) という指標の方が重視されている様である。¹⁷ 資本利益率を株主資本比率で割ったものが、ROE に他ならない。よって、「総資本利益率」が同じでも、株主資本比率が減ると、ROE は上昇する。

又、ROE を考察するに当たって、前にも述べたように、時価と簿価の問題が発生する。つまり、ROE の比較に当たっては、分母の株主資本が、時価か、時価に近いことが望まれる。しかるに、日本の上場企業の多くは、含み資産を所有していると言われている。つまり、企業の保有している株式や土地は、取得原価で表示されているので、昔、取得した原価で表示され、その時価と原価の差額が「含み益」と呼ばれるものである。つまり、実際にはこの部分、株主資本は大きいと考えるべきである。よって、通常、ROE は計算上求められる値より、実際の ROE は、更に低いと考えるべきであろう。当然、企業

によっては、バブルの崩壊により、含み損をかかえている企業もあるが、かなりの企業がいまだに「含み益」を温存していると考えられる。このことに関しては、別の論文で考察する予定である。

又、理論的に ROE 重視そのものに対する批判的な見解もある。仁科教授は、ROE は、「効率的な経営」や「株主重視の経営」とされているが、実はそれが疑問だとして批判を展開する。批判は次の 2 点からである。

「ROE は企業経営に関するリスクを無視した指標である」というのが批判の一つである。¹⁸ しかし、一つの財務指標がリスクを示していないとしても、ROE に対する本質的な批判ではなく、ROE という指標の、あるいは、財務指標すべての限界を示しているだけだと思われる。すべてが一つの指標ではわからないし、又、財務指標が、リスクを反映しうるか疑問である。筆者には、次の批判がより重要であると思われる。

「企業の総資産に対する収益性すなわち企業全体の経営効率が同じであれば、企業が負債（借金）を利用すればするほど ROE は高くなる」¹⁹ というのがそれである。ROE は総資本利益率を株主資本比率で除したものであるから、総資本利益率が同じでも、株主資本比率が低下すれば、ROE は上昇するのである。だから「ROE のみで経営効率の判断ができないのは」仁科教授の指摘の通りである。又、「ROE の推移に対して最も大きな影響を与えるのは総資産事業利益率（引用者注＝総資本に占める本業での利益率。ROA と同義。）」だとの結論を導いている。²⁰ 仁科教授の見解では、ROE のみから、経営効率の判断をするのは、株主資本比率が低下すれば、ROE が上がるので危険だとの主張であり、この部分は、仁科氏の指摘の通りである。つまり、経営の効率性を見る場合には、むしろ、総資本事業利益率の方が重要だとの示唆である。²¹ 又、田邊氏の指摘した、売上高営業利益率が低く、総資本回転率も低いことは、総資本事業利益率が悪いのと同じことを意味している。つまり、売上高営業利益率と総資本回転率との積は、総資本事業利益率に他ならないか

らだ。

しかし総資本利益率でなく株主資本利益率が重視されるのは、日本的な背景がある。つまり、バブル経済下の「エクイティ・ファイナンス」である。エクイティ・ファイナンスは、ROEを低下させる要因であり、株主の立場から見て望ましくないのは、次の日本経済新聞の記事に示されている。「エクイティファイナンスによる資金確保先行型の財テクには、株主の立場から資本効率を見る指標である株主資本比率（ROE）を低下させる潜在的な要因を抱え込むという問題もある。例えばCB（引用者注－CBは、転換社債）が株式へ転換すれば、負債が株主資本に振り替わる。金融資産の収益率は通常、事業資産の収益率より低く、負債の減少による金利軽減があっても、金融資産での運用を続けている限り、ROEを資金調達前より低めてしまう」²²。と、条件付きながら、エクイティ・ファイナンスがROEを低下させる可能性を示唆している。

経済企画庁の「平成6年の回顧と課題」においては、「バブル期のエクイティによる資金調達の急増がコーポレートガバナンスを弛緩させて企業経営者に非効率な投資に走らせた可能性」が指摘されている。²³ こうした日本企業のエクイティ・ファイナンスによる資金調達により、その投資は、結果、非効率であったことは、事実であろう。企業は、エクイティ・ファイナンスを安い利率での資金調達と考えたふしがある。日本企業は総じて利益の絶対額や売上高を重視した、そのためROAの低下を容認する背景があったのであろう。更に、株主資本比率が増えたこと（財務レバレッジ）が、ROEの低迷を加速させた。²⁴ 又、平成8年度の経済白書では、「しかしながら、当時は合理的とみられたこのようなエクイティ・ファイナンスも、事後的には、その問題がしばしば指摘される。すなわち、大量のエクイティ・ファイナンスが結果的に、株主資本利益率（ROE）を大幅に低下させたといわれる。バブル期以降のこうしたROEの低下は、景気の低迷という面はあるものの、エクイティ・ファイナンスを通じて調達された資金が収益率の低い投資に配分されたという面も否

定できず、実体経済にもマイナスの影響を及ぼしたといわざるを得ない」。²⁵ として、エクイティ・ファイナンスが ROE 低下の原因と認めている。更に、そうしたエクイティ・ファイナンスの実体経済への悪影響も指摘している。こうした経緯があり、ROE は公募増資の条件になっている。つまり、大蔵省は、1994年1月から、ROE が10%以下の公募増資は認めなくなった。²⁶ こうしたこともあり、日本の企業も ROE を重要な指標として重視している。

要するに、ROE の低迷は、バブル期の過度のエクイティ・ファイナンスが原因である。その結果、総資本事業利益率は、低迷し、株主資本利益率の増加が、ROE の低迷に拍車をかけた。それでは、日本企業の実際の取り組みはどのようなのであろうか。実例を入れながら考察したい。

IV. ROE 改善の実例

では、日本の企業は具体的にどの様に ROE を改善しているものであろうか。又、ROE という指標を改善することで、究極的に何を目指しているのか、考察してみることにする。ROE は以下のように因数分解できる。

ROE = 税引後利益 ÷ 株主資本 =

(売上高 / 総資本) × (税引後利益 / 売上高) ÷ (株主資本 / 総資本)

総資本回転率 × 税引後利益率 ÷ 株主資本率

又、アメリカでは、ROI をより重視している。ROI と ROE 重視では、分母の違いが重要だと思われる。ROI では、株主資本と他人資本の違いを重視していない。これが大きな違いである。一方、分子の方であるが、ROE における税引後利益は、営業利益から、経常損益と特別損益を加減して測定される。それゆえ、営業利益を伸ばす努力は、税引後利益増につながる。尚、上の式でわかるように、ROE は、総資本回転率や売上高税引後利益率の上昇及

ROE重視の経営

び、株主資本比率の低下により増加する。

日立クレジットは、総資本回転率を高めることでROEの向上を目指している。²⁷ 同社は、クレジット業務を他社に扱わせることで、手数料収入を稼ぎ、自社の資産は増やさない。しかし、このROE改善の真の目的は、「社債の格付けにある」ことは、花房正義社長が、明言している。つまり、筆者が考えるに、社債発行による「資金調達コストの削減」を目指しているもので、日立クレジットのROE重視は、直接に「株主の重視」につながらないと思われる。

ダイワ精工は、棚卸資産の圧縮でROEの改善を図っている。同社が、80年代半ばから、過剰在庫による経営不振に追い込まれたことが、棚卸資産を圧縮しようとする原因になっている。つまり、同社の場合、総資本回転率の向上の方が、ROEの向上より、重要だった。だが、総資本回転率が向上して、結果、ROEが向上したと考えるのが妥当であろう。²⁸

三浦工業の場合は、売上高利益率の改善で、ROEが高くなった。同社の場合、1680人の社員を300のチームに分類。その1つのプロフィットチームを「カイシャ」と考え、そのカイシャの利益によりボーナスに差を付けるインセンティブ・システムを導入している。このシステムは、社員に収益感覚を身に付けてもらうのが目的と白石省三社長も述べている。又、このシステム導入は、15年以上前に導入してのものである。よって、同社もROEの改善は、結果として、ROEが改善されたのであって、それが目的ではないと判断するのが妥当であろう。²⁹

アサヒビールは、自社株の買い入れ消却で、ROEの改善を図っている。しかし、この背景には、株価の上昇による転換社債の転換促進との見方もある。「株価がさらに上昇すれば、転換価格が1128円と1165円の転換社債（CB）の転換が進む可能性もある」と記事では述べられている。転換社債の転換は、逆に株主資本の増加になり、結果として、既存株主に不利になる。「自社株買いによる株主への還元」（樋口広太郎アサヒビール会長）を、言いながら、既存

株主に不利になる転換社債の株式転換。転換社債の株式転換で、ROE は低下する。こうした矛盾した事象は、アサヒビールだけではない。

サノヤス・ヒサシ明昌は、株主資本を増やさない事で、高い ROE を維持している。その一方で、転換社債を1993年7月に50億円の転換社債を発行している。³⁰ こうした CB の転換は株主の利益に反する。日本経済新聞社の花見宏昭氏も寛容な日本の投資家との見出しで「エクイティファイナンスによる資金確保先行型の財テクには、株主の立場から資本効率を見る指標である株主資本利益率 (ROE) を低下させる潜在的な要因を抱え込むという問題もある。例えば CB が株式へ転換すれば、負債が株主資本に振り替わる」。そしてアメリカの企業がエクイティファイナンスに慎重であると述べている。³¹

V. ROE 改善の真の意図

「資本の効率的利用」すなわち、総資本回転率の向上、や売上高利益率の改善はさておき、この実例で見ると、日本の企業の ROE の改善は「株主のため」になされているとは、とうてい言えないと思われる。つまり、株主のために ROE の増加を目指しているとは考えにくい。又、公募増資の条件に ROE が採用されても、日本の企業が ROE を意識する大きな要因だと思われる。大蔵省は1994年1月から、「ROE 10%以上で向こう3期間に2割以上の増配を公約する」などの条件を定めていた。しかし、この条件は緩和されて、1996年4月から日本証券協会の自主ルールになる。ROE に関しては次のように定められる。「株主資本比率 (ROE) が長期金利などに比べ著しく低い企業の増資は認めないに変更された」。³² こうした規定のため、企業が ROE を重視するインセンティブになっていることは否定できない。だが増資により、ROE の低下を招くという矛盾をはらんでいる。

ROE 重視で「効率的な経営」がなされていると考えてよいであろう。だ

ROE重視の経営

が、株主重視の経営がなされているかは、今まで見てきた、企業の実例からは、明らかに疑問である。つまり、総資本回転率・売上高税引後利益率を高めることは、効率的な経営につながるが、株主資本比率の低下・上昇は、効率的な経営と関係ないのは、仁科氏の指摘の通りである。

奥村宏氏は、日本の企業は会社本位であり、会社は、株主や従業員のものでもなく、会社自身のものだとの主張をしている。³³ 筆者の日本企業に対する見解は、奥村氏と同様のものである。つまり、日本の会社では、会社本位の経営が行われ、その中で、株主・従業員とも、会社の繁栄の犠牲になっていると考える。只、従業員と株主のどちらを重視するかとされた場合、従業員を重視するが今までの日本企業であった。例えば、第一次石油ショックで、松下電器の業績は悪化した。その時、年2割配当を維持するために従業員の大量解雇を同社幹部が決意したとき、これを聞いた松下幸之助氏は「社員は宝だ、解雇すべきでない」と反対して、同社の方針を変更させた例³⁴などは、株主より従業員を重視する日本企業経営者の共通した考え方であった。ROE重視は、逆に従業員より、株主を重視する事に、当然つながると思われる。例えば、田邊氏はROE重視の結果、「終身雇用・年功序列」が見直されることになるとしている。³⁵ 「終身雇用・年功序列」に関しては、様々な議論があるが、これを維持していくことは、従業員を重視することには違いない。

ROEは1995年度、7年ぶりに上昇した。しかし、日立の八木常務は、「株主の利益を尊重するだけでなく、国際市場での資金調達を考えるとROEを重視する必要がある」³⁶と述べている。つまり、資金調達といった、株主重視とは、別の視点から、ROEを重視している企業が多いのが、前述したように、現状だと思われる。

ROE重視は、従業員から株主への重視のシフトがあると思われる。しかし、ROE重視の経営は、筆者が見る限り、会社本位の経営に変化はないとしか考えられない。ROE重視を唱える一方で、エクイティ・ファイナンスを行

う。この矛盾は、従業員重視といいながらも、「過労死」、「ノルマ」、「単身赴任」、「サービス残業」など、欧米では、先ず考えられない従業員酷使の実状があるという矛盾と同様のものと思われる。ROE 重視を主張するだけで、実際に、株主重視の経営にシフトしないという実状を考えると、「会社本位」の経営には、何の変化も無いと考えざるを得ないのが実状であろう。

注

- 1 田邊孝則『間違いだらけの株式投資』日本経済新聞社、1992。
- 2 前掲書、23～24頁。
- 3 前掲書、24頁。
- 4 朝日新聞、1994年6月3日、但し、この引用部分は「キーワード」からの引用。
- 5 田邊孝則『日本経済の大逆流』日本経済新聞社、1992、116頁。
- 6 清水恵彦「企業に告ぐ、目標 ROE を宣言せよ」週刊東洋経済、1996年、1月13日号、90頁。
- 7 日経ビジネス、1994年6月27日号、23頁。
- 8 森田松太郎『新版・経営分析入門』日本経済新聞社、1993、226頁。
- 9 経済企画庁編『平成7年版・経済白書』178頁。
- 10 前掲書、176頁。図-2は、前掲書、178頁。
- 11 前掲書、176頁。
- 12 前掲書、179～180頁。
- 13 田邊孝則、前掲書、119頁。
- 14 日本経済新聞社編『ゼミナール日本経済入門』日本経済新聞社、1995、431～433頁、参照。
- 15 大和証券運用企画部編『ROE 時代のエクイティ運用』金融財政事情研究会、1995
- 16 拙稿「会計利益情報と株価」作陽学園研究紀要、第25巻、第1号、93～110頁。

ROE重視の経営

- 17 例えば、R. W.: Management Accounting: A Review of Recent, Developments, 1985, Ch. 2. を参照せよ。
- 18 仁科一彦『財政破壊』東洋経済新報社、1995、35頁。
- 19 前掲書、36～45頁。
- 20 前掲書、40頁。
- 21 総資本事業利益率は、総資本利益率から、財務活動による利益を控除したものであり、違う数値だが、ここでの考察では、ROIと同様の性質を持つ指標と考えることとする。
- 22 日本経済新聞、「変わる企業の資金運用（上）、1995年1月25日。
- 23 経済企画庁、前掲書、177頁。
- 24 前掲書、179～180頁。尚、ROA は、総資本事業利益率である。
- 25 平成8年度経済白書313頁。
- 26 しかし、1996年の4月からは、長期金利と比べて著しく低いに大きく緩和されている。
- 27 日経ビジネス、1994年6月27日号、18～19頁。
- 28 前掲誌、20～21頁。
- 29 前掲誌、21～22頁。
- 30 前掲誌、19～20頁。
- 31 日本経済新聞・1995年1月25日。
- 32 日本経済新聞・1995年3月2日。
- 33 奥村氏の主張については、(奥村宏『法人資本主義』朝日新聞社、1991『会社本位主義解体の時代』社会思想社、1995。)などを参照せよ。
- 34 日本経済新聞社『現代企業入門』15頁。
- 35 田邊孝則、前掲書
- 36 日本経済新聞、1996年6月7日。