



ROEと企業価値についての理論的考察 —投資指標の観点から—

志 村 正
鈴 木 誠

概要

ROE (Return On Equity) は歴史的には、企業のマネジメントのために20世紀初頭に開発された。ROEはROI指標の1つであり、現在、経営目標として採用する企業が多くなっている。しかし、近年、さらにROEは投資指標としても採用され出した。

ROEを高めると企業価値を向上することにつながると指摘される。果たしてそうなのかどうかは疑わしい。こうした疑問から、本論はROEと企業価値との関連を理論的に考察するとともに統計的に分析し、ROEが投資指標としてふさわしいかどうかを考察した。その分析の結果、ROEは経営指標として用いることは問題はないが、投資指標として適切と考えられないことを明らかにした。

キーワード：企業価値、ROI、ROE、投資指標

(受理日 2017年1月30日)

文教大学経営学部

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

Tel 0467-53-2111(代表) Fax 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

ROEと企業価値についての理論的考察 —投資指標の観点から—

志 村 正*
鈴 木 誠**

1. はじめに

投資家が重視する代表的な投資指標として、一般にPER（Price Earnings Ratio：株価収益率）とPBR（Price Book-Value Ratio：株価純資産倍率）がある。ともに、株の割安感から投資の可否を判断して購入決定を図る指標である。それで、従来からROE（Return On Equity：自己資本利益率）を投資指標として用いるという慣習はなかった。もともとROEにつながるROIという指標は企業の経営管理のために考え出された指標である。

ところが、最近のわが国のROE論議の高まりを観察するにつけ、ROEを投資指標として用いるべきことが主張されているように思われる。つまり、ROE 8%を基準にして株式への投資を判断すべしといったことである。この傾向は、実は、わが国では1990年代にその兆候が見られる。

企業価値の文脈から見ると、ROEを高めることが企業価値を向上させることにつながると指摘される。果たしてそう主張できるのかどうかは、甚だ疑問である。

本稿はそうした疑問からROEが投資指標として適切であるのかどうかを統計分析によって

明らかにし、投資指標の観点からROEを見直す必要性について指摘する。そのために、まず初めにROEにつながるROI指標がどのようにして考案され、どのように利用されたのかに言及し、ROIとROE指標の特徴と内在する弱点を明らかにする。次に、ROE指標を企業価値と資本コストの視点から理論的に考察し、最後にROE指標が投資指標として適切かをデータ分析によって明らかにする。

2. ROIについて

2.1 ROIの歴史

ROEはROIの1つの指標である。そこで、ROE指標が何のためにどのように利用されたのかを考察するには、まずROIの歴史に言及しておかねばならないだろう。

ROI（Return On Investments：資本利益率）は今やもっともポピュラーな会計指標となっている。ROIは経営目標としてだけでなく、事業部業績評価、設備投資の経済性評価、投資家による投資分析の指標として広範に利用されている。

ROIは、前世紀の初めの1920年頃に、火薬会社のデュボン社によって考え出された財務指標であり、その当時の垂直的に統合された組織（職能別分権組織）を管理するのに有効なトップ・マネジメントのツールとなった。それはまた、多様な業務部門（製造、販売、購買など）

* 文教大学経営学部

✉ shimura@shonan.bunkyo.ac.jp

** 文教大学経営学部

✉ mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

の効率を測定する指標や会社全体の財務業績尺度として用いらただけでなく、利益をより一層獲得する機会をも提供した (Johnson & Kaplan, 1987, 84-85)。

今日では何気なく使用しているこの指標は当時としては画期的な管理会計の革新であった。その結果、ROI の算式を展開したデュボン・チャートが生み出された。

よく知られるように、ROI は売上収益性を表す売上高利益率と資本の利用効率性を表す資本回転率の2つの要素に分解される。デュボン・チャートはROIがどのような要素から構成されているのか、どのような項目がROIに影響を及ぼすのかを可視化したものである。もともと、このROIはデュボン社のトップによって企業の全般的な管理を行うためのツールとして考案されたもので、コントロールの手段として用いられた。

ROI ないしはデュボン・チャートが開発された経緯を見ていく。大合併の波によって20世紀に入る頃までには巨大企業が登場した。デュボン社もその1つであった。これらの企業は以前は個々の会社によって管理されていた複数の活動（製造、購買、輸送および流通）を合併により内部に包摂した。垂直的統合企業の誕生である。これまでの単一活動企業では、純利益を営業費用との関連で評価するのがせいぜいで、単一活動における原価管理と能率向上に主要な関心事があった。

ところが、垂直的に統合された複合活動企業の管理者たちは、均一な財務測定尺度に対する必要性を痛感した。そのようなときに、デュボン社のトレジャラー（現在の財務部門）補佐であったドナルドソン・ブラウンがこのROI指標のアイデアを考え出した。興味深いこと

に、彼は電気技師であって数学に堪能であった。会計の背景を全く持っていなかったのである。彼は1909年にデュボン社の販売部門に入社したが、この販売員としての経験が回転率と流通費用の会社利益への影響を正しく評価するのに役立つのではないかとみられる (Johnson & Kaplan, 1987, 79)。

ROI がコントロール用具として採用されることによって、最高経営者は日々の業務から解放された。デュボン・チャートを用いて管理できるようになったからである。彼らは業務責任を部門監督者に委譲できるようになったのである。このチャートで各活動がどのように関連し合っているか、その結合関係を知ることができるようになった。いまや、「複合活動企業にとって、売上高利益率と資本回転率をひとつの会社全体業績指標に結合する論理は非の打ち所のないものとなった」(Johnson & Kaplan, 1987, 78-79) のである。

以上のように、ROI という指標はもともと垂直的統合企業のコントロール目的のために発案されたものであった。このコントロール用具はやがて、事業部のコントロール尺度ないしは業績評価尺度としても用いられるようになった。1920年代は事業部制組織という巨大な企業が誕生するようになったが、本部が事業部を監視する道具としてもROIを使用するようになることは必然的な流れであろう。

2.2 ROIの問題点

ROI の測定尺度としての妥当性を理論的に考察する上で、ROI 尺度に内在する指標としての問題点について触れておく必要がある。ROI 指標に対してこれまでいくつかの問題点が指摘されてきた。第1に、下記の式に示すよ

うに、ROIは分母と分子とが適切に対応していないという点が一般に指摘される。分子の利益は過去に行われた投資意思決定の結果であり、分母の総資産は過去と現在の利益だけでなく将来の利益稼得にも影響を与えるものと予想される。分母と分子が正確にマッピングされていないという理由で、ROIは経済的利益率を表さないという批判である。

$$ROI = \frac{\text{純利益}_t}{\text{総資本}_{t-1}} \times 100\%$$

tは時間(当期)を表す

第2に、ROIは比率によって表されるので、企業規模に左右されずに業績を比較できるものの、当然に利益の大きさを表すことはできない。したがって、利益額の改善よりも比率の改善に注力するように助長する傾向がある。これは成長と拡大に対するインセンティブを妨げることにつながり、より大きな利益を生む事業を成長させるインセンティブを低下させる(Solomons, 1965, 100)。ROIが過少投資をもたらすと指摘されるのはこうした事情にもよる。

ROIは分子を増加させるか分母を減少させることによって高めることができる。往々にして、分母を減少させるほうが容易である。その代表例として自社株買いや配当(増配)がある。このことは投資の縮小・抑制行動へと導く¹⁾。また、場合によっては、企業の資本コストを超えて稼得できるが、当該企業の現在の平均的ROI未達の利益を生み出す、多くの成功的なプロジェクトへの投資を差し控えるという行動を助長することにつながる(Kaplan, 1982, 216)。これが第3の問題点である。

第4に、ROIの逆機能問題である。これはROIに内在する問題というよりむしろその利

用の仕方に関係する。デュポン社の場合、ROI指標は会社全体の管理をコントロールする手段として用いられたが、それを使用していたのは最高経営者だけであった点に注目できるだろう。その限りでは、ROIには逆機能は発生しなかった。ROIの逆機能が表面化したのは、この指標が事業部の業績評価基準として運用され出してからのことである。事業部長の報酬がROI目標の達成度によって支払われるようになったとき逆機能が表面化してきた。事業部長が自己のROI目標を容易に達成する方策を考え出したのである。それには設備投資の抑制、研究開発費・広告宣伝費の削減、延期可能コスト(修繕維持費など)の支払い延期などがある。設備投資の抑制は分母の資産額の減少、設備投資に伴う減価償却費の発生を増やさないことに因る分子の純利益の増加によってROIを高める効果がある。また、研究開発費や広告宣伝費の削減および修繕維持費の支払い延期を通じて分子の純利益を高める効果がある。もしこのような行動を取るならば、一時的にはROIを高めることになるかもしれないが、長期の利益を犠牲にした近視眼的な経営を助長することになりかねない。

以上見てきたように、ROIという財務指標およびデュポン・チャートはすぐれて革新的な管理会計のツールであった。しかし、ROIはその用い方によっては両刃の剣ともなることは明らかである。開発当時は予想だにしなかったことであると思われるが、ROIを事業部の業績評価基準として用い、その結果を事業部長の報酬と連動させたときに事業部長が自己の報酬を最大化するため逆機能的な行動を引き起こした。目先のROIを向上することに注力するならば、経営は短期的な志向に陥り、長期的な企業

価値を毀損する結果を招くおそれがある。

こうした ROI の弱点を克服するために、これに代わる指標として推奨されたのが RI である。RI (Residual Income: 残余利益) は米国の GE (ゼネラル・エレクトリック) 社によって1920年代頃に考え出された指標で、次の計算式で算定される。RI は比率としてではなく絶対額としての利益の大きさを示す。

$$RI = \text{事業部利益} - (\text{事業部資産} \times \text{資本コスト})$$

RI は上式のように事業部の業績測定・評価のために活用されたもので、企業全体という視点はなかった。RI 指標の考案を契機として、ROI と RI の財務指標としての優劣が1960年代に米国で事業部業績の評価との関連で管理会計研究者の間で議論された²⁾。その議論において幾人かの研究者は RI のほうが ROI よりも業績評価基準として優れていることを認めていたが、実際には ROI の採用が圧倒的に多かった (Solomons, 1965)。米国では当時から株主の力が強かったために、経営者の関心事は株主の関心事と一致していたが、当時の株主にとって RI に含まれる資本コストへの関心度はまだ低かった。この点に関して、佐藤絃光他 (2008, 11) は次のように指摘している。「RI が支配的な実務に定着しなかったのは、経営者の資本コストに対する意識が希薄だったことや、資本コストを測定する説得力のある手法が確立されていなかったなどの理由によるものと思われる。」

ROI も RI も当初は企業の内部 (企業全体および [または] 事業部) の業績評価だけに使用されていたが、やがて、自己の投資額に対するリターンを表す ROE の向上を投資家や株主が企業に対して求めるようになってきた。さらには、企業の投資判断にも利用するようになってきた。この傾向は1990年代に EVA® (Economic

Value Added) という測定尺度が開発されるに及んで顕著になってきた。この点についての考察は3.4で行われる。

3. ROE と企業価値

3.1 ROE の展開と弱点

近年、ROE がコーポレートガバナンス論議の高まりとともに再び脚光を浴びている。ROE は株式市場が最も重要視する指標の1つとなっている。つまり、ROI の発想とは異なり、ROE は外部のステークホルダーである投資家 (株主) が投資パフォーマンスを評価し、株式投資意思決定の判断材料として活用しようとするものである。「ROE は企業の収益性に関する最終的な会計上の測定値であるので、過去の財務分析や将来予測の焦点となる」 (Lundholm et al., 2012, 110) とされる。

ROE 指標をデュボン・チャートにしたがって展開してみよう。ROE は資本の効率性を測定する際に用いられる代表的な指標である。ROE は株主持分がどれほど利益を生み出したかを判断し、一般に次のように3つの要素に分解される。

$$ROE = \text{売上高純利益率} \times \text{総資本回転率} \\ \times \text{財務レバレッジ}$$

上式の右辺にある (売上高純利益率×総資本回転率) は ROA を示しているから、上式は次のように書き替えることができる。

$$ROE = ROA \times \text{財務レバレッジ}$$

ROE には ROI にはない独特な構成要素がある。それが財務レバレッジである。この財務レバレッジは使い方によっては両刃の剣となる。財務レバレッジは、自己資本比率の逆数で示さ

れ、負債の活用度を表す。総資本に占める負債の割合が高いと、言い換えると自己資本比率が低いと、財務レバレッジは高くなる。つまり、ROEはROAが変わらなくても負債・自己資本の構成割合の変化、すなわち資金調達戦略によって影響を受ける。負債をテコにして高い収益性(ROE)を上げるレバレッジ効果が働く。負債を増やしてレバレッジを効かせるとROEは向上するが財務リスク(倒産リスク)が高まる。モジリアーニ=ミラー(MM)のトレードオフ理論では、最適資本構成は、負債の増大に伴う節税効果を内容とする企業価値が破綻懸念コストとの兼ね合いで最大化される負債・資本構成となる。以上のように、ROEに対し、企業の収益力(稼ぐ力)と資産の効果的利用と資金の調達戦略との相乗的效果によって影響を与えることができる。

ROEがわが国で注目され出したのは2010年代だけではなく、1990年代の前半にも注目された。この頃はバブル経済が崩壊し、売上高やシェアの拡大路線に見直しを迫られていた。このときROEは企業が不採算事業からの撤退・縮小を促す点で効果を発揮した。株主の影響力が強くなり、経営目標として採用しようとする企業が増えていた。やはりそこでも日本のROEの低さが問題とされたためである。1994年度にはROEは2.8%にまで落ち込んだ。わが国企業のROEの低さの根本原因は、デュボン分解による3要素のうち、売上高純利益率の低さにある。

ROEを経営目標とすることにはいくつかの問題点も指摘される。1つにROEでは、企業の現場にまでブレイクダウンしにくいという難点がある。そのため、内部的にROIC(Return On Invested Capital)やROA(Return On

Assets)を用いる企業も少なくない。

ROEを経営目標とする2つ目の問題点は、ROIの場合と同様に、経営が短期志向(ショート・ターミニズム)ないしは四半期資本主義に陥る可能性があるということである。経営者はROE目標の達成を投資家(株主)に公言することにより、ROEの数値に目を奪われて長期的視点から経営を行うことができなくなる傾向がある。東京証券取引所は上場企業に対し四半期ごとの業績見通しを求めている。このこと自体が経営を近視眼的にすると考えられる。この点に関して、関西経済連合会(2016)は「四半期開示は業績見通しなどの無理な開示を一律に求め、短期的な利益確保が問われ、中長期的な視点に立った経営を困難にするものであることから、義務付けを廃止すべき」と提言している。ROEへの過度の重視も短期的志向をもたらしかねない。さらに、市場がROEを向上させようとする圧力が強まれば強まるほど経営が短期志向に陥るおそれがある。

伊藤レポート(経済産業省,2014)の座長を務めた伊藤邦雄(Stern et al., 2001, 訳者まえがき)はROEの弱点として次の3点を指摘する。

- ① ROEの計算式の分子は会計上の利益であり、会計政策の影響を受ける。
- ② ROEの計算式の分子から資本コストが控除されていない。
- ③ ROEは比率指標であり、創造された価値額を表していないため、企業が縮小均衡に陥るリスクを伴う。

GAAPによる会計では、多くの経済的資産、負債が認識されていないため、普通、自己資本や純利益はともに歪められており、その結果、ROEは真の経済的な業績を歪めた測定値を提

供する (Lundholm et al., 2012, 139)。この点が経済的利益に焦点を当てる EVA[®]が推奨される理由となる。縮小均衡に陥るというリスクは ROI も抱える共通した弱点である。

資本コストは将来のキャッシュフローを現在価値に割り引くときの割引率として用いられ、それによって企業価値が測定される。ROE はキャッシュフローではなく会計上の純利益が用いられ、株主からの資金に対するコストは純利益から控除されていない。

さらに、「ROE には業績に有利子負債・資本構成の効果も加わるため、類似企業の分析や時系列分析をしても意味のある結果は得られにくい」(McKinsey & Co., 2010, 192) という弱点も挙げられる。

管理会計を歴史的に見たとき、ROE につながる ROI は当初は企業内部のコントロール目的として導入されたが、財務諸表の制度化や証券市場の発達とともに、外部の利害関係者とりわけ株主 (投資家) にも活用され出した。そして、株主の観点から重視される指標として ROE や EVA[®]が開発されたものと考えられる。株主の発言力が強くなるにつれて、株主は自己の目標を企業にも強要するようになってきた。株主利益と企業利益の一致である。特にわが国では、これまで株主が ROE の向上を強く企業に求める声はそれほど大きくはなかった。その 1 つの理由として、株式の持ち合いが進んでいたからであり³⁾、銀行主導の経営体制が強かったためであろう。前述のように、1990年代にも一時 ROE の向上が叫ばれ、この指標を経営目標として採用する企業も増えたが、世界経済環境の悪化などによって挫折してしまったという経験がある。

3.2 ROE と企業価値

それでは、ROE は企業価値とどのような関係があるのだろうか。ROE を向上することが企業価値を高めることになるのだろうか。この点が冒頭で触れた問題意識であった。この課題を考察する前にまず企業価値について触れておきたい。

企業価値は、理論的には、当該企業の将来のキャッシュフローを資本コストで割り引いた現在価値額で評価される。とはいえ、現実には測定することには困難が伴う。企業価値を評価する基準として一定の統一された見解があるわけではない。その見解は多様である。企業価値を評価する主体や立場、使用する目的などによって異なるからである。例えば、経済価値を重視するのか、経済価値だけではなく社会価値、組織価値をも含めて評価するのか、株主の立場を重視するのか、その他のステークホルダーの立場をも考慮するのか、企業買収額、清算価値、株式価値のいずれを重視するのかによってもその企業価値の評価は異なるからである。

2015年6月から実施されているコーポレート・ガバナンス・コード (CG コード) は6つの行動指針からなっており、「企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を促進する」目的で制定された。そして、資本効率を示す日本企業の ROE は低すぎるので、ROE を向上させて企業価値を高めなければならないと提案している。ここに示されている企業価値とは何か、どのように評価されるのか、また ROE は企業価値とどのように関連するのかを考察するのが本節の目的である。

一般に、企業価値の評価方法としてインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、お

よびコスト・アプローチ（純資産アプローチ）がある。インカム・アプローチは本質的価値を表しその代表が上記に示した DCF（Discounted Cash-Flow：割引キャッシュフロー）法である。市場価値を表すマーケット・アプローチは市場で形成される株価を基礎として評価される。その代表が株式時価総額で評価する方法である。PER や PBR の指標（倍率法）もマーケット・アプローチに含まれる。

ところで、ROE と株価指標の PER、PBR との間には次のような関係があることはよく知られている。

$$ROE = \frac{PBR}{PER} \quad \text{または}$$

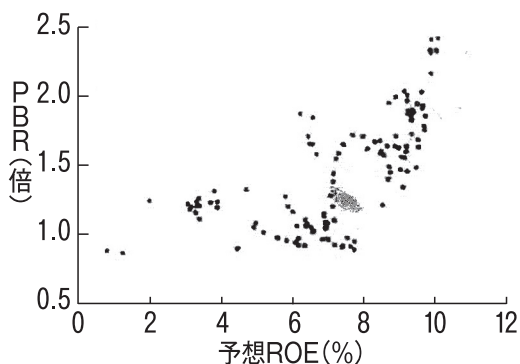
$$PBR = ROE \times PER$$

わが国企業の PBR は英米先進国と比べて低く 1 倍を少し上回る程度である。上場企業の約 4 割は 1 倍未満という状態である。この PBR が低いのは ROE が低いためであると指摘される。PBR は ROE と相関ないしは因果関係がある、特に ROE 8% を境に PBR と相関すると指摘されている（図 1 参照）。もしこの見方が

正しいとすれば、企業価値（株主価値）は PBR を通じて ROE と関連することになる。つまり ROE は企業価値と間接的な関係にあるということになる。

PER の構成要素である 1 株当たり純利益（Earnings Per Share：EPS）と ROE は PBR の構成要素の 1 株当たり純資産（Book-value Per Share：BPS）を橋渡し役として相互に結び付いている（伊藤，2014，100）。これは EPS を上げるには ROE を向上させることが有効であることを示唆する。株主価値は、PER、EPS、BPS という 3 つの仲介役によって ROE と連携している。

しかしながら、ROE を高めても必ずしも企業価値を高めたことにならない場合もある。「株主にとって価値が創造されるのは、企業がより多くのキャッシュフローを生み出す場合であり、キャッシュフローの分配方法とは無関係である」（McKinsey & Co, 2010, 5）といわれるように、自社株買いや配当（増配）によって ROE が向上したとしても、それによって



(注)対象は東証1部、2003年以降の月末値、予想ROEは日経予想の純利益と期初自己資本で算出

図 1 ROE と PBR との関係性

(出典：『日本経済新聞』2013年4月6日付)

キャッシュフローが生み出されていないので企業価値は変化しない。資金調達を株式ではなく有利子負債によって行った場合はどうか。レバレッジが働いて ROE は向上するとしても、キャッシュフローを生み出さない（節税効果を除けば）やはり企業価値に変化はない。節税効果の分だけキャッシュフローが増加するが、それは企業価値に限定的な影響を及ぼすにすぎない。企業が企業価値を創造するには、投下した資本に関して資本コストを上回るキャッシュフローを生み出す必要があるといわれるゆえんである。

3.3 ROE と資本コスト

前述の通り、一般に資本コストは株主が企業に対して要求する最低の利益率および負債利率率であるといわれる。この資本コストは ROE とどのような関係があるのだろうか。ROE は株主価値の代理指標といわれることもあるが（柳, 2015, 73）、むしろ資本コストと関連づけて議論されることが多い。ここで資本コストといってもそれは自己資本コストである。ROE はこの自己資本コストを上回ることを株主は要求する。

資本コストは負債コストと自己資本コストから成るが、負債コストの算定と比べて自己資本コストの算定は企業によって異なり、かなり厄介である。一般には、自己資本コストは長期金利（リスクフリー・レート）に株式のリスクプレミアムを上乗せして算出される。個々の企業の自己資本コストはこれに株価変動の影響率であるベータ値を考慮したものとなる。さらに、企業の特有な要因がこれに加味される。

自己資本コストは企業の ROE に対する自然なベンチマークになる（Lundholm et al.,

2012, 110）。つまり、ROE は自己資本コストを最低の目標とすべきなのである。大雑把に言って、自己資本コストは同種の投資機会と遜色のないほどの収益をもたらすような、株主投資による期待収益率を表している（Lundholm et al., 2012, 110）。ROE が自己資本コストを超過するとき企業価値を生み出すといわれる。

周知のように、資本コストは将来のキャッシュフローを割り引いて現在価値を算定する際に使用される割引率として用いられる。そのときに、資本コストではなく ROE を使用することは理論的な妥当性を欠くと考えられる。前述したとおり、むしろ ROE はキャッシュフローではなく会計上の利益と関連する概念だからである。ROE の弱点の 1 つでもある。そうした会計上の歪みを無視すると、自己資本コストより大きい ROE（すなわち後述するエクイティ・スプレッド）を記録した企業は、株主にとっては正の正味現在価値を生み出していることになる（Lundholm et al., 2012, 110）。言い換えれば、企業（株主）価値を創造したことになり、投資家の期待に応えたことになる。

その企業の ROE の高さだけを見ただけでは企業価値を生み出したかどうか判断できないので、エクイティ・スプレッド（Equity Spread：以下、ES という）という指標が考え出された。ES は、ROE からその企業の自己資本コストを差し引いて求められる。つまり、企業の ROE は自己資本コストを超えないと企業価値（株主価値）を生み出したことにはならないという意味である。

ES は（ROE - 自己資本コスト）という公式で求められるということは、資本コストと ROE が同列に扱われていることになる。その差額（つまり ES）を計算することには一体ど

んな意味があるのだろうか。エーザイの柳(2014)によると、株主がESによって理論上の株価を推測し、実際の株価と比較することにより、株の割安感を認識し投資判断に利用されるという。つまり、ESがプラスであれば投資適格、マイナスなら投資不適格で株主価値が破壊されていると判断する。柳(2013)はこのES情報を投資家に開示すべきことを提案している。

ここでROEと自己資本コストとを並べて議論しているのは、ROEを資本コストの代理尺度(プロキシ)とみなしているからであろう。これは厳密には理論的妥当性を欠くと言わざるを得ない。もし資本コストと同列に議論するのであれば、自己資本を使用してどれだけの純利益を生んだかではなく、どれだけの正味キャッシュフロー(株主帰属フリー・キャッシュフロー)を生んだかという観点から見なければならぬからである。株主帰属フリー・キャッシュフローを計算するには次の調整を行う必要がある。

株主帰属フリー・キャッシュフロー＝当期純利益＋減価償却費－資本支出－運転資本増加額＋純借入額

別の言い方をすると、資本コストの内実を表す株主の要求する投資収益率は分子・分母ともキャッシュフローで表されている必要があるということである。つまり、資本コストを超えたキャッシュフローROE(CFROE)を達成すれば企業価値を創造したことになるわけである。資本コストが負債コストと自己資本コストとの加重平均資本コスト(WACC)であれば、この資本コストとキャッシュフローROA(CFROA)との比較になる。

もし仮に、ROEが企業価値(ここでは株主

価値)を測定する尺度と考えることができるとした場合、ROEの数値だけでは企業価値が創造されたのかまたは毀損されたのかを容易には判断することができない。ROEの分子から自己資本コストが控除されていないという前述した弱点に通じる。そこで、そのための基準として資本コスト、したがってESの存在意義があると好意的に解することもできよう。

自己資本コストは株主が企業に求める収益率を表すので、負債コストとは異なり機会原価という性質を持っている。保有するリスクが異なるため自己資本コストは企業ごとに異なる。企業が自己のリスクをどのように見積もるかは経営に多大な影響を与える。上述のように、資本コストは経営の様々な場面に関わってくるからである。それは設備投資の採否を左右する、企業価値の算定に関係する、ROE目標を設定する際の重要な指針となる。だからといって、ROEが(株主)資本コストに代わるものではない。

各企業が自社の(株主)資本コストを見積もることは容易ではない。一般的には、企業の資本コストはガバナンスへの取り組み具合、IR活動などの情報提供度合い、エンゲージメント(株主との対話)の程度などによって影響されるからである。これらの影響要素をどのようにして資本コストに反映させるかの実践的な方法はない。そこで、これに代わる尺度としてROEを使用するというにはある意味では実際的かもしれない。

とはいえ、既に指摘したように、分子にキャッシュフローの関連数値を使用することはなお理論的であろう。その候補としては、フリー・キャッシュフロー(FCF)と営業キャッシュフロー(OCF)が考えられる。こ

これらの数値を分子とした次の公式があげられる。

① FCF / 自己資本 (簿価)

② OCF / 自己資本 (簿価)

次節では、これらの公式を用いた分析を行っていく。

3.4 投資指標としてのROE

これまで、投資指標（または投資尺度）としてPERとPBRが広く利用されてきた。つまり、ROEを投資指標に利用することは少なかった。しかし、わが国では前述の通り、1990年代にROEが市場関係者で注目され、投資指標として採用する動きが出てきた。そして、今やROEは投資指標としての地歩を固めている。

ROEが投資指標として株式市場において利用されたブームは吉野（2015）によれば過去4回あるという。第1次ブームは1996年の国際優良銘柄相場とされる。この時期は海外の機関投資家によりわが国の「国際優良株」といわれた銘柄が投資対象とされ、その際に利用された投資尺度がROEであったとされる。第2次ブームは1999年末にかけてのITバブルにより「IT企業に代表される高ROE企業が長期的に成長を持続すると期待された」時期であった。第3次ブームは2012年における「信用不安の中での質への逃避からROEが注目された」時期であった。2014年に始まった第4次ブームは、吉

野によるとこれまでとは相違すると指摘されている。相違点は、「企業の経営姿勢などの長期的なスタンスに関連する尺度」とされる点で、こうした動きの背景にはコーポレート・ガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの導入といった企業や投資を取り巻く変化がある⁴⁾。

このようにROEが投資において評価尺度の1つとして利用されているという事実は、広く機関投資家も含めて周知されている。一方で、利益を簿価の自己資本により除したROEは会計上の財務指標の1つであって、投資指標としての信頼性について疑問視する向きもある。

本節ではROEの投資指標としての有効性を正面から検討することを目的として、分析を行った。分析対象は日経300指数に採用される企業のうち、金融、保険、リートなど不動産を除いた企業群とした。データベースとしては日経 Needs Financial Questを利用した。なお、データの収集において、一項目でも不備があった場合は、そのデータをすべて計測標本から除くこととした。したがって、計測期間が2015年度の場合、計測対象企業は225社、2014年度では238社であった。計測期間は2014年度と2015年度、利用した財務データ、株式データは計測期間に対応して1期あるいは2期前からのデータを利用した。例えば、図2のように、バランスシート項目である自己資本は2013年度末のデータを採用し、損益およびキャッシュフロー

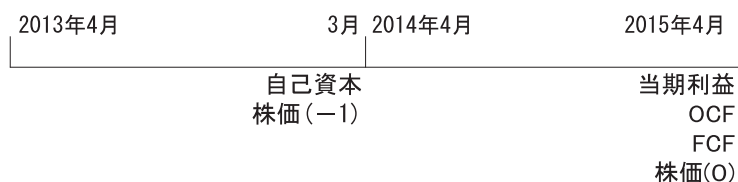


図2 データの採取タイミング

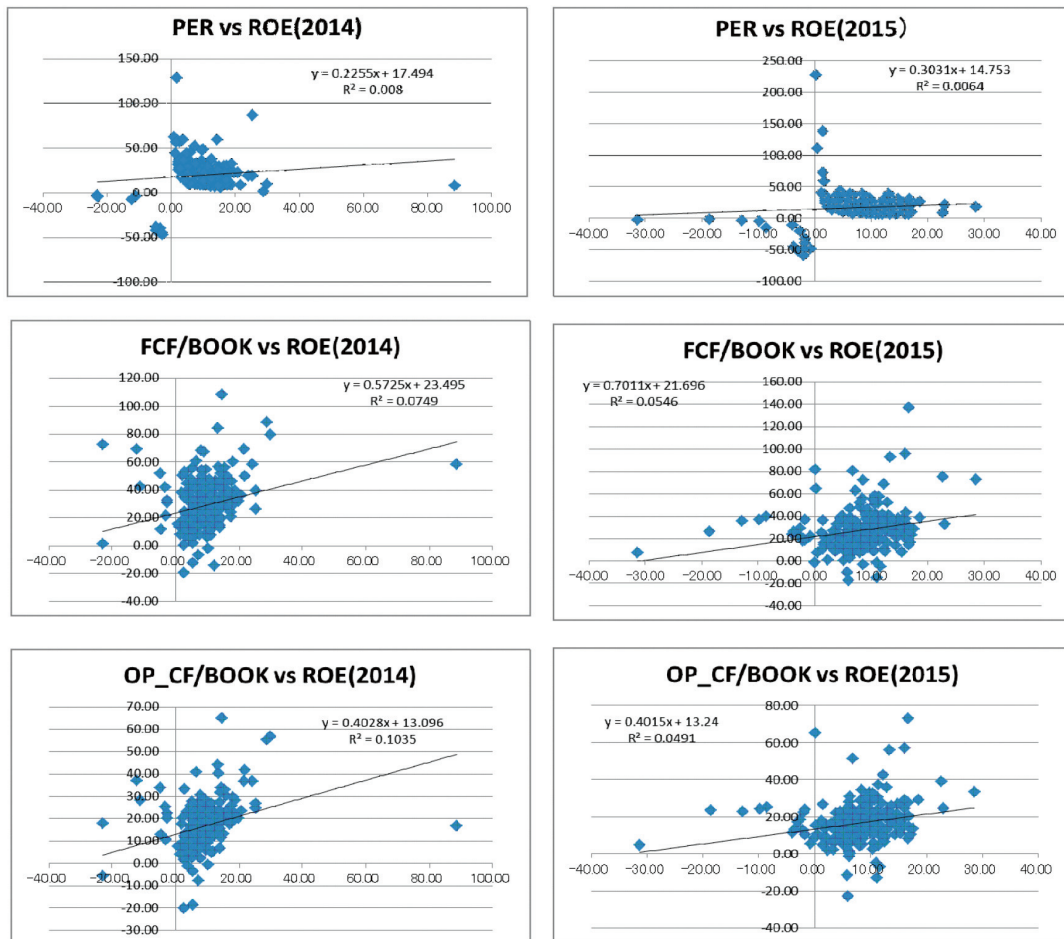


図3 ROE など財務指標、投資指標の計測値

項目である税引き利益、営業キャッシュフロー、投資キャッシュフローは2014年度末のデータ、そして、株式収益率は2014年度末時点における年間の上昇率を代用した。いわば、投資指標としたROEやキャッシュフロー・データを完全予見した上で株式投資収益率との関係を検討することとした。

まず、予備的な計測としてROE、PER、自己資本フリーキャッシュフロー比率、自己資本営業キャッシュフロー比率との関係を示した計測値の結果が図3である。この計測によれば、ROEはPER、自己資本フリーキャッシュ

ロー比率、自己資本営業キャッシュフロー比率のいずれをとっても、正の相関が確認される。ROE以外の投資指標は、一般に株式投資において有用であるとされていることから、間接的にROEが投資収益率に関係があるものと推測される。

次に、株式投資収益率とROEとの関係を回帰分析によって検討することとした。既に述べたように、ここでは株式投資収益率の代理変数として1年間の株価上昇率によって代用した。大きな相違は、増資情報を反映していないこと、配当の効果を無視していることの2点であ

表 1 2015年度における株式投資収益率と3指標との回帰分析結果

2014年度

	自己資本 利益率(ROE)	自己資本 FCF 比率	自己資本 営業 CF 比率
決定係数	0.090	0.001	0.002
切片	20.760	30.550	28.473
(t 値)	6.627	7.043	6.785
回帰係数	1.252	0.046	0.143
(t 値)	4.807	0.347	0.636

2015年度

	自己資本 利益率(ROE)	自己資本 FCF 比率	自己資本 営業 CF 比率
決定係数	0.010	0.000	0.003
切片	-6.877	0.405	-4.869
(t 値)	-1.236	0.066	-0.788
回帰係数	0.817	-0.028	0.278
(t 値)	1.477	-0.147	0.875

るが、株価上昇率によって代用することによる弊害は極めて小さいとみられる。

そこで、2015年度について株式投資収益率を被説明変数として、ROE を説明変数とした回帰分析を行った。その結果は表 1 の通りである。表 1 によれば、決定係数0.01、ROE の回帰係数は0.82と正の値を取るが、その t 値は1.47に過ぎず、5%の水準で有意とは言えない結果であった。他方、自己資本フリーキャッシュフロー比率 (FCF/Book) を説明変数とした場合の計測結果は、決定係数は0.0001、回帰係数はマイナスとなっており、想定符号条件と異なる値が検出された。t 値は-0.14と有意とは言えない。さらに、自己資本営業キャッシュフロー比率 (OCF/Book) を説明変数に用いた場合では、決定係数0.003と試算した3つのケースで最も高い値となった。ただし、回帰係数は0.28と正の符号となるものの、t 値は0.87と統計的に有意と言える結果とはならなかった。以上のように、ROE を投資指標として見るならば極めて不十分な結果であると言わざるを得ない。したがって、投資指標として利

用することは困難であるといえる。

ただし、上記の計測では統計的には有意とは言えないが、PER と正の関係が見られていることから、個別銘柄ベースでの厳密な ROE と株式投資収益率との関係を論じることは困難であるとしても、例えば、「高 ROE 銘柄は低 ROE 銘柄と比較して相対的に高い株式投資収益率が得られる」という、ざっくりした傾向を観察することができるかもしれない。そこで、2015年度のデータを用いて、株式投資収益率と ROE の 2 系列のデータによって、高 ROE の集合と低 ROE の集合を作り、その集合に含まれる企業の数ほぼ等しいように区分した。これら区分した集合の統計値は次のとおりである。高 ROE の集合では ROE の平均は12.5%、株式投資収益率の平均は3.38%である。一方、低 ROE の集合では ROE の平均値が4.26%、株式投資収益率の平均値は-3.44%であった。高 ROE の集合と低 ROE の集合の投資収益率の平均値についての差の検定を行うこととした。

母集団の標準偏差は未知であるため、両者の

集団から不偏分散を求めて、差の検定を行うこととした。計算された不偏分散の2乗の値が2587.38であったので、検定統計量（t）は-1.05となった。両側2.5%の水準で自由度調整を行ってt検定を行ったところ、高ROEと低ROEの2つの集合の投資収益率の平均値は有意水準5%において、互いに等しいという帰無仮説が採択される統計結果が得られた。したがって、ROEによる投資収益率に関する識別力は無いと判断される。

以上の計測結果より、ROEを株式投資尺度として利用することは適切であるとは言えないと結論される。したがって、ROEを経営指標や財務指標として利用することはともかく、株式指標に利用することに合理性があるとは言えないことになる。

4. おわりに

本稿ではこれまで、資本効率を測定する代表的な財務指標としてのROEを中心に、この指標が企業価値とどのように関連しているのか、投資指標として妥当かどうかを考察してきた。歴史的に見たとき、ROEにつながるROIは企業全体のコントロール・ツールとして米国で1920年代に考案されたものである。これを投資家（株主）が企業評価のツールとして投資判断に用いるようになってROEが注目され出した。この指標が採用されたのは、株主の視点から見た資本効率性を評価するというだけでなく、株価との連動性が想定されたからでもある。

企業価値が何を表し、どのように測定・評価するのかについて一致した意見は存在しない。企業価値の測定方法の多様性に加えて、どのよ

うな立場で、何の目的で測定するかによっても異なるからである。ROEそのものを向上させることは資本効率を高めることにつながり、何も批判されることではない。ただ、これによって常に企業価値を向上させたとはいえない。つまり、ROEは企業価値とは直接的な関連性を持たない。また、理論的な厳密性において資本コストの1つともいえない。その代理尺度に過ぎない。とはいえ、ROEが向上すればPBRが高められ（ただしPERは一定）、したがって企業価値が増大するという間接的な効果が期待されるということは考えられ得る。

本稿では、ROE公式の分子をキャッシュフロー関連数値に置き換えて、株価との関連を分析した。株価が企業価値を正確に反映しているという仮説を立てている。株式時価総額を企業価値の評価額と捉えて検定を試みた。残念ながら、ROEもキャッシュフローROEも統計的には株価を説明する変数とは言えないという結果になった。

企業価値を問題にすると、投資家（株主）だけを念頭に置くことは狭きに失する。企業価値には経済価値だけでなく、他のステークホルダーの価値、社会価値、環境価値なども考慮に入れられなければならない。ROEも株式時価総額もその中にすべての価値を織り込むことは不可能である。東レの日覚昭廣社長は「時価総額やROEは企業価値にとって1割程度の存在」とまで言い切る（『日本経済新聞』「揺れる企業統治」2016年7月13日付）。

どの視点を取ろうとも、ROEは経済価値を測定する指標に過ぎない。企業価値を経済価値のみで測定することは一面的と言わざるを得ない。企業価値にはROEの経済価値だけではなく、社会価値なども含めるべきであるという議

論が近年高まって来ている。

ROE は本質的には短期的な企業価値の向上を目指すものではない。しかし、自社株買いや増配を行う財務戦略を採用する企業は多い。確かに、こうした戦略は ROE や EPS を高め、結果として株価を引き上げることになるものの、それは短期的な効果でしかない。中長期的な企業価値の向上にはつながらない。Lazonick (2014) は、米国では経営者の報酬が株式ベースで決定されることが増加したことが、自社株買いへの強い動機となっていると分析する。これは、事業部長の報酬が ROI ベースで支払われたときに経験した逆機能的行動に類似するものとみられる。不要な資金、遊休資金と思われている資金を、売上高純利益率を上げるべく長期的な成長投資に振り向ける積極的投資がいま求められていると言えよう⁵⁾。

経済価値だけに関心を持つのは主として短期的な運用によるリターンを期待する投資家（株主）であろう。企業の長期的な成長力に関心を持つ投資家を含めその他のステークホルダーの関心事はこれとは異なる。また、長期的な持続性を重視するのであれば、すべてのステークホルダーの観点が考慮に入れられなければならない⁶⁾。こうした考えを支持するのが投資家側の志向する ESG (Environment, Social, Governance) 投資⁷⁾である。企業価値を考える場合、ROE 以外が提供するこうした価値にも注意を向けるべきだろう。いま現在、投資指標の重点は ROE から ESG へと移行している。このことは ROE 指標の偏重への反省の表れなのかもしれない。

注

1) 渡辺 (1994,74) は、ROI や ROE を重視する

と縮小均衡に陥るという主張に対して疑義を呈している。むしろ「日本企業の現状を考えれば資本収益率意識の欠如に基づく、過大投資や低収益事業の拡散の方がより弊害が大きい」と指摘する。

- 2) ROI と RI に関する議論については志村 (1978) を参照されたい。
- 3) 1990年代当時の株式持ち合い比率は、前半は30%を優に超えていたが（保険会社の所有分を加えると50%超）、後半は徐々に下落し2000年にはほぼ20%（同30%超）となった。
- 4) 括弧内の文章は吉野 (2015) より抜粋したものである。
- 5) 儲けの多くを、さらには借金までして自社株買いや配当（増配）により株主還元するのは、行き過ぎた株主重視との声も日増しに高まっている。自社株買いが正当化されるのは、ウォーレン・バフェット氏が2015年の株主への手紙の中で指摘するように、株価が本質的価値を下回っていると企業が信じるときである。
- 6) もっとも、CG コードも株主・投資家以外のステークホルダーを無視しているわけではない。その「基本原則2」で、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を求めている。株主以外のステークホルダーとして、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会を含めている。
- 7) ESG 投資は、経営者が株主の立場だけでなく、環境や社会の立場をも考慮した視点から経営を行っている企業を選定して投資するという考え方である。

参考文献

- ・Johnson, H. Thomas and Robert S. Kaplan (1987), *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School Press. (鳥居宏史訳『レバンス・ロストー管理会計の盛衰』白桃書房, 1992年)
- ・Kaplan, Robert S. (1982), *Advanced Management Accounting*, Prentice-Hall Inc. (西村明・昆誠一監訳『上級管理会計』中央経済社, 1989年)

- ・ Lazonick, William (2014), "Profits without Prosperity," *Harvard Business Review*, Sep., pp. 46-55. (倉田幸信訳「欺瞞だらけの自社株買い」DHBR, 2015年1月号, 94~108ページ)
- ・ Lundholm, Russell and Richard Sloan (2012), *Equity Valuation and Analysis with eVal*, 3rd ed., McGraw-Hill Education. (深井忠・高橋美穂子・山田純平訳『企業価値評価－eValによる財務分析と評価』マグローヒル・エデュケーション, 2015年)
- ・ Mckinsey and Company (2010), *Value*, John Wiley & Sons, Inc. (本田桂子+鈴木一功訳『企業価値経営－コーポレート・ファイナンスの4つの原則』ダイヤモンド社, 2012年)
- ・ Solomons, David (1965), *Divisional Performance: Measurement and Control*, Financial Executives Research Foundation, Inc. (櫻井通晴/鳥居宏史監訳『事業部制の業績評価』東洋経済新報社, 2005年)
- ・ Stern, Joel M. and John S. Shiely with Irwin Ross (2001), *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons, Inc. (伊藤邦雄訳『EVA 価値創造への企業変革』日本経済新聞社, 2002年)
- ・ 伊藤邦雄 (2014)『新・企業価値評価』日本経済新聞出版社。
- ・ 関西経済連合会 (2016)『わが国企業の持続的な企業価値向上とコーポレートガバナンス整備のあり方に関する調査研究報告書』。
- ・ 経済産業省 (2014)『「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 (最終報告書)』(座長 伊藤邦雄)。
- ・ 佐藤絃光・飯泉清・齋藤正章 (2008)『株主価値を高めるEVA経営【第2版】』中央経済社。
- ・ 志村正 (1978)「ROI尺度の将来の課題」(高松和男編著『経営分析と経営情報』同文館出版, 189~204ページ)に所収。
- ・ 鈴木誠 (1997)「経営指標の新潮流」『QRI REPORT』11月, 7~10頁。
- ・ 渡辺茂 (1994)『ROE [株主資本利益率] 革命』東洋経済新報社。
- ・ 柳良平 (2013)「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』1月号, 86~93頁。
- ・ 柳良平 (2014)「企業の財務戦略による資本生産性の向上」(『山を動かす』研究会『ROE最貧国日本を変える』日本経済新聞出版社)第6章補論に所収。
- ・ 柳良平 (2015)『ROE革命の財務戦略』中央経済社。
- ・ 吉野貴晶 (2015)「投資指標としてのROEの実践的な利用法に向けて」『月刊資本市場』No. 358, 32-43ページ。



Journal of Public and Private Management

Vol.3, No.5, March 2017, pp.1-15

ISSN 2189-2490

Review of the relation between ROE and corporate value — from the investment view point —

Tadashi Shimura

Makoto Suzuki

Faculty of Business Administration, Bunkyo University

✉ shimura@shonan.bunkyo.ac.jp

✉ mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

Received 30 January 2017

Abstract

In this paper, we argued the ability of ROE, Return on Equity, for corporate management and investment. Historically, ROE was developed for corporate management in early twentieth century. A lot of corporations hire ROE as one of the corporate management goals. Furthermore, ROE has been used for investment recently.

It is generally speaking, corporate valuation would be led by ROE improvement. We wonder how ROE will be applied for corporate improvement. In the body of our paper, we examined the relation between ROE and corporate value by statistical analysis. According to our results, it is valuable to use ROE for corporate management however it will not be available for an investment indices.

Keyword : Corporate Value, Return on Investment, Return on Equity, Investment Indices

Faculty of Business Administration, Bunkyo University

1100 Namegaya, Chigasaki, Kanagawa 253-8550, JAPAN

Tel +81-467-53-2111, Fax +81-467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

経営論集 Vol.3, No.5

ISSN 2189-2490

2017年 3月28日発行

発行者 文教大学経営学部 坪井順一

編集 文教大学経営学部 研究推進委員会

編集長 鈴木誠

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

TEL : 0467-53-2111 FAX : 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>