

決算書の役立て方（その三）

ROEの使い方は、これでよいか

森脇 彬

一、

念、あるいは考え方までもいわばひとつのファッションとして扱う風習があるように思われます。これは、大変に残念なことです。

最近、ROEという用語が、より正確に言えば指標がよく使われ、また話題になるようになりました。わが国では経営に関するいろいろな用語や概念、あるいは考え方が大きく話題として取りあげられますが、しばらくするといっしか取り沙汰されなくなってしまうようです。そしてつぎに現われてくる用語や概念、あるいは考え方に世の中の関心が移ってしまうという、いいかえると用語や概

実はもしかすると、ROEという用語も、この拙稿が印刷される頃には、もうROEなんていうものは古い古いといわれるようになっていくかもしれません。それというのも、すでにROEはその値が小さいので利用すべきではないなどといった意見も出ているからです。

むしろ人類の歴史を振り返ってみると、天動説は地動説に変わり、C・ダーウィンの「種の起源」

(一八五九年)を祖とする進化総合説も、一八六八年二月、科学雑誌「ネイチャー」に発表された分子進化中立説によって文字どおりのコペルニクスの転回を迫られています。しかし、こうした移り変わりは、決してファッションではありません。

それこそ、進歩というに値するものであります。

ROEというのは、リターン・オン・イクイティ (return on equity) を簡単に表したものです。

より厳密に申しますと、レイト・オブ・リターン・オン・シェアホルダーズ・イクイティ (rate of return on shareholders' equity) の略記です。これを直訳すると、資本利益率あるいは株主資本利益率になります。

それではなぜ、資本利益率あるいは株主資本利益率といわずに、ROEというのでしょうか。

まず、資本利益率あるいは株主資本利益率とい、ROEといい、いずれもその計算方法は基本

的にいって、つぎの式で示すとおり貸借対照表上の資本合計に対する損益計算書上の当期純利益の割合(百分比)です。

$$\text{資本利益率}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{資本合計}} \times 100$$

これをより単純に示すと、つぎのように資本に対する利益の割合(百分比)になります。

$$\text{資本利益率}(\%) = \frac{\text{利益}}{\text{資本}} \times 100$$

むろん必ずしもわが国においてはばかりではありませんが、ここで分母の資本と分子の利益の双方についていろいろな種類のものを考え、それらをいろいろに組み合わせ分母と分子に使い、種々様々な資本利益率が考えられてきました。

ですから、ひとくちに資本利益率といっても様々なものがあり、今日、何をみようとしているのが不明になってさえいる一つの混沌ともいう

ROE の使い方は、これでよいか

べき状況が現われていると考えられるのです。そこで、これまでの資本利利益率という用語にいろいろまつわりつくものを振り切ってしまうためにも、あえて資本利益率あるいは株主資本利益率という用語を捨て、ROEという用語をここでは使いたいと思うのです。

ROEを実際に計算するためには、つぎの式を使います。

$$\text{ROE}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

ただし、

当期平均資本合計 = (前期末資本合計 +

当期末資本合計) ÷ 2

一、

ROEはこのようにして実際に算出しますが、

このROEという指標は出資者（株主）が直接間接に出資した資本の収益性を測定するためのものではありません。

よくROEを算出し、これが高いとか低いとか、あるいはROEが上昇したとか低下したとかいいますが、正しくはROEによって測定した資本の収益性が高いとか低いとか、あるいはROEによって測定した資本の収益性が増したとか低下したとかいわずにはなりません。

たしかにROEを算出し、これを見るのですが、ROEは資本の収益性をみるための道具なのですから、みるべきもの、測定の対象は資本の収益性なのです。測定の対象と測定方法を区別して考えること、これはROEの使い方を適切に行うためにきわめて重要な意味をもっています。

エリック・A・ハーファートという人は、財務管理を行い成功させるためのいわば秘訣は、質問

を上手に設定することであるといっています。それはたとえば、経営の目標とすべき利益はどんな利益ですか、その金額はいくらですか、……などといった具合に、質問を上手に設定することを意味します。これとまったく同じように、貸借対照表や損益計算書などの決算書を分析して役立てようとするときにも、それを成功させようと願うならば、そのための質問を上手に設定する必要があるわけで、これが大変に重要な意味をもっているのです。

実は、ROEは高いのか低いのかという質問を設けることは、ひとくちに言えば誤りの第一歩になるのです。それは、この問に答えようとすれば当期のROEの値を前期のROEの値と比較したり、あるいは同業他社のROEの値などと比較するようになり、比較対象の選択によって高くもなり低くもなる相対論に陥ってしまうからです。

とはいっても、比較を全面的に否定するわけではありません。しかし、比較はどこまでも比較です。

ROEという指標を利用するにあたって忘れてならないのは、ROEは資本の収益性の測定指標であって、本当にみるべきものは資本の収益性なのであるということです。そしてまた、それが高いか低いかというのではなく、資本の収益性が満足しうる状況にあるのかどうかということを判断することが重要なのです。

ROEを算出するとき、どの程度に詳細に計算すべきかが問題にされます。つまり、ROEの値を一五%とするか、一五・四二%とすべきか、また一五・四二三八一……%とすべきかという問題であります。

この点について私自身、自分のノートの上では、普通、一五・四二三八一%まで計算し、計算

結果を一五・四三三八%としています。そのうえでROEの値は一五%、あるいは一五・四%として資本の収益性を認識し、評価しております。

ROEの分母は貸借対照表上の資本合計ですが、実際の計算にあたって資本合計の期末残高を使った例もあります。ROEの分母には、資本合計の当期における平均額を使わなくてはなりません。それは、当期において出資されている資本合計の額は期末残高ではなく、期首残高に日々の事業活動によって発生した利潤が時間の経過とともに刻一刻と追加されているからです。

二、

さて、ROEによって測定された資本の収益性は、一つの結果であります。出資された資本は、きわめて抽象的な存在、抽象的な概念です。

資本は資本そのものが運用されるのではなく、必ず資産として運用されます。資本は抽象的な存在、抽象的な概念であると申しましたが、資産はこれに対して具体的な存在、具体的な概念であって、したがって資産は具体的資本といわれることもあるほどです。

資本はそれ自身が運用されるのではなく、必ず資産の形態をとって運用されますが、企業において資産が運用されるのは、資本の収益性を実現するための手段にはなりません。いいかえると、企業の目的である資本の収益性を実現するという目的を達成するために、その手段として資産の運用が行われるのです。これは、いうまでもないことでしょう。

したがって、もし負債がまったく利用されていないならば、これはまことに非現実的な話ですけれども、二〇%のROEを実現するためには運用

している資産の運用成果も二〇%にしくはありません。いま、資産の運用成果と申しましたが、これは運用資産の利回りであり、これをより抽象的にいうと資産の収益性になります。

資本の収益性は、資産の収益性という手段によってはじめて実現できるのです。この資産の収益性、いいかえると運用資産の利回りはROAという指標によって測ることができます。

ROAとはリターン・オン・トータル・アセット (return on total assets) を簡単に表わしたものであって、負債がまったく利用されていない場合、ROEとこのROAは等しいのです。

$$ROE = ROA$$

ところで、今日、負債がまったく利用されていない企業はないといってよいでしょう。むろん無借金会社はありますが、無負債会社というものは、今日、実際にはあり得ないのです。

負債が利用されるようになると、ROEとROAの関係は一般に等しくなりません。厳密には、むろんその関係のなかの特異な場合として、ROEとROAの等しい場合も含まれるというべきでしょう。

ROE≡ROA

このようなROEとROAの関係において、ROAの値に比べてROEの値が大きくなる現象をレバレッジ (レバレッジなどともいいます) 効果とよんでいますが、ROEの値はROAの値より小さくなることもあるので、したがってレバレッジ効果には正(プラス)の場合と負(マイナス)の場合があるわけです。

いま、ROEとROAの差をEOLとすると、ROEはROAとこのEOLの和として示すことができますようになります。

$$ROE = ROA + EOL$$

レバリッジ効果がプラスのときEOLは正（プラス）の値であり、レバリッジ効果がマイナスのときEOLは負（マイナス）の値であることはいうまでもありません。

EOLは負債運用効率ともいいますが、これはエフィシェンシー・オブ・ライアビリティーズ（efficiency of liabilities）を簡単に表わしたもので、その意味は負債により調達した資金を負債の調達コストすなわち負債利率より高い運用利回りで資産運用したときに生ずる資本の収益性に対する貢献部分であります。

このEOLは、ROAから負債利率（I）を差引いた差すなわち負債運用利鞘（D）に負債比率（λ、ラムダ）を掛けたものです。λは、資本合計の何倍に相当する負債合計を利用しているかを表わす倍数です。

そこでEOLは、つぎのように表わされること

になります。

$$EOL = (ROA - I) \times \lambda$$

ただし、

$$I (\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均負債合計}} \times 100$$

$$\lambda (\text{倍}) = \frac{\text{当期平均負債合計}}{\text{当期平均資本合計}}$$

また、

$$EOL = D \times \lambda$$

ただし、

$$D = ROA - I$$

したがってROEは、ROAやEOLとつぎのような関係にあるわけです。

$$ROE = ROA + EOL$$

あるいは、

$$ROE = ROA + (ROA - I) \times \lambda$$

実際には法人税住民税などの課税を考慮にいれ

なくてはなりませんから、このROEとROAなどの関係はつぎのように示します。なお、ここでは、法人税および住民税の率を (t) とします。

$$ROE = [ROA + (ROA - D) \times \lambda] \times (1 - t)$$

このような関係式によって認識すべき重要な点は、正(プラス)のレバリッジ効果を得るには、 D (負債運用利鞘)すなわち ROA と I の差が正(プラス)でなくてはならないということです。

D が正であるならば、 λ (負債比率)が高ければ高いほど EOI は大きくなり、 ROE は ROA より EOI 分だけ高くなります。この D が正であるならばという条件こそ、プラスのレバリッジ効果が生まれる条件であり、忘れてはならない重要な条件なのであります。

四、

ROE を企業経営の中心にすえてとりあげられるようになったのは、大変よろこばしいことであると考えています。そしてこの ROE を ROA やレバリッジ効果と結びつけて考えるようになったことは、総資本経常利益率によっては見ることができなかった企業経営における収益性にかかわる財務戦略の問題もあきらかにしました。

ところで、こうした ROE 、 ROA 、そしてレバリッジ効果をとりあげながらも、似て非なる理解、誤った理解をした例もあります。なお、ここでは、法人税住民税を無視して考えます。

ROE をつぎのように計算しますが、これは基本的に正しい計算方法です。

ROE の使い方は、これでよいか

あるいは、

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times 100$$
 というので、このROEをこの式ーまたは式2のように二つまたは三つの要素に分解し、展開できるといふ考え方があります。

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times 100$$

$$= \frac{\text{当期純利益}}{\text{総資本}} \times 100 \times \frac{\text{総資本}}{\text{株主資本}}$$

ここで、

$$ROA(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{総資本}} \times 100$$

$$\text{財務レバリッジ(倍)} = \frac{\text{総資本}}{\text{株主資本}}$$

したがって、

$$ROE(\%) = ROA(\%) \times \text{財務レバリッジ(倍)}$$

..... (式1)

または、

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times 100$$

$$= \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\times \frac{\text{総資本}}{\text{株主資本}}$$

ここで、

$$\text{総資本回転率(回)} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

$$\text{売上高純利益率(\%)} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{財務レバリッジ(倍)} = \frac{\text{総資本}}{\text{株主資本}}$$

したがって、

$$ROE(\%) = \text{総資本回転率(回)} \times \text{売上高純利益率(\%)} \times \text{財務レバリッジ(倍)}$$

..... (式2)

このような式1および式2において登場する財務レバレッジは株主資本の何倍に相当する総資本すなわち負債及び資本合計を使っているかを表わしていますが、これは前に申しました λ （負債比率）とつぎのように共軛の關係にあります。

$$\lambda = \text{財務レバレッジ} - 1$$

または、

$$\text{財務レバレッジ} = \lambda + 1$$

式1および式2は、財務レバレッジ以外を一定とすれば、財務レバレッジを高くすればするほどROEの値は大きくなることを意味しています。それは、いいかえればすべての場合において、制約条件なしに財務レバレッジが高ければ高いほどROEは高くなることを意味しているのです。

このように制約条件なしに、いわゆるレバレッジ効果が生ずるものとして考えることは大きな誤りであるといわねばなりません。すでに申しまし

たように、いわゆるレバレッジ効果が生ずるのは、ROAとIの差であるDすなわち負債運用利鞘が正（プラス）である場合に限られるのです。

もしもDすなわち負債運用利鞘が負（マイナス）ならば、財務レバレッジを高めれば高めるほどいわゆるレバレッジ効果はマイナスに作動します。いいかえればEOL（負債運用効率）が大きなマイナス値になれば、ROAを相殺し、さらにROEをマイナス値にする恐るべき事態が生ずるのです。

式1も式2も、算術のうえでは成り立ちます。しかしそれは、事実誤認を生む恐ろしい悪魔の計算といつてよいのです。

数学に關けた偉大な経済学者アルフレッド・マシーナルは、数学を経済学に応用するにあたって非常に慎重であり、数学のもつ純粹さのゆえに数学の経済学への応用が単なる知的遊戯に留まるこ

ROE の使い方は、これでよいか

とを心配していたと伝えられています。

このアルフレッドの経済学というところを企業経営に置きかえてみれば、今日のいわゆるレバレッジ効果についての話にも通ずるのではないかと思っております。

(もりわき あきら・当研究所主任研究員)