

ROEは正しく理解されているか

小峰 みどり

バブル崩壊後、わが国の企業はこれまで株主を軽視しすぎていたのではないかと、反省気運が急速に高まり、その延長線上で、これからは株主の利益すなわち株主資本利益率（ROE）を重視した経営を行うべきではないかとの主張が至るところで聞かれるようになってきました。実際に、ROE何%達成を目指すということを経営目標として掲げる経営者も多数出てきました。また、

ROEの高い企業は株主の利益を重視している企業なのでそういう企業にこそ投資すべきであるという議論も聞かれます。

その一方で、ROEは、経営目標とすべき指標としても、また投資判断の指標としても適切ではないという意見もあります。ここでは、ROEについての議論をわかりやすく整理し、実際のところ、ROEは重視すべき指標なのか、信頼に足る指標なのかということを改めて考えてみたいと思います。

一、ROEとは何か

いまさら、何を改めてと思われるかも知れませ

んが、復習のつもりでさらりと見ておきましょう。

よく用いられるROEの定義は、税引き後利益を自己資本(簿価)で割ったものです。そして、これは株主が出資した資金がどれだけ有効に活用されているかの基準になると理解されているようです。そういう観点からすれば、株主にとってROEは高いほど好ましいということになります。果たして、本当にそうなのでしょうか。

あとで見ると、ROEにはいくつかの問題点がありますが、さしあたって、ROEの性質を見るために、ROEを分解してみましょう。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{税引き後利益}}{\text{自己資本}} \\ &= \frac{\text{税引き後利益}}{\text{自己資本} + \text{負債}} \times \left(1 + \frac{\text{負債}}{\text{自己資本}}\right) \\ &= \text{ROA}(\text{総資産利益率}) \times (1 + \text{レバレッジ比率}) \end{aligned}$$

厳密には、総資産利益率に用いる利益は税引き

二、株主は何を求めているか

株主はいったい何を求めているのでしょうか。株式投資によって将来できるだけ多くのキャッシュ・フローを得ることを株主は求めています。

企業はさまざまな方法で資金を調達し、その資金を元手にして工場や機械設備を備え、それらを使って事業利益をあげます。もし、その企業がすべて株式で資金調達しているとすれば、利益はすべて株主に所属します。そうではなくて、株式と負債で資金調達しているとすれば、利益は株主と債権者で分配することになります。債権者には利子が支払われ、利子支払い後の利益は株主に所属します。ということであれば、現在の株主にとって好ましい状態は、事業利益(キャッシュ・フロー)がなるべく多くなることです。

前、利子支払い前の利益の方が好ましいといった議論もありますが、ROEの基本的な性質を見るにはこれで十分でしょう。つまり、ROEは総資産利益率と(1+レバレッジ比率)に分解されます。これからわかるように、ROEは総資産利益率が高いほど、そして、レバレッジ比率つまり負債比率が高いほど高くなります。ただし、厳密には、ROAが負債の利子率を下回る場合にはそうは言えません。

そこで、ROEを高くするためには、総資産利益率を高めるか、あるいは、負債比率を高めればよいということになります。それは、本当に株主にとって望ましいことなのでしょうか。この問題に対する解答を得るために、かの有名なモディリアニ&ミラーの理論を嚆矢として展開された議論を簡単に見ておきましょう。

そのためには、資本調達コストを上回る収益性を持つ事業を行うことが経営者に要求されます。また、もし、資本構成が将来のキャッシュ・フローに影響を与えるのであれば、株主が得るキャッシュ・フローを最大にするような資本構成の選択が要求されるでしょう。

三、最適資本構成の選択

議論をわかりやすくするために初めは税金等のコストのない世界を想定します。モディリアニ&ミラーは税金等のコストのない世界では、資金調達の方法によって企業の事業利益が増えたり、減ったりすることはないということを証明しました。つまり、このような世界では事業利益の多寡は企業が直面する収益機会と経営者の能力等に依存し、資金調達の構成を変えることによって

キャッシュ・フローを増やすことはできないということを示したのです。

つぎに、現実の世界に近づけるために法人税のある世界を想定してみましょう。税金を支払う前の事業利益が同じで、資金調達の方法が異なる企業があったとします。片方は株式のみで資金調達し、もう一方は株式と負債で資金調達をしているとします。その場合、法人税は利子支払い後の利益にたいして課せられるので、株式のみで資金調達している企業は利益全体にたいして法人税がかかります。それに対して、一部を負債で調達している企業は利子支払い分には課税されないのです、その分だけ全部株式で資金調達している企業より利益が高上げされた状態になります。負債で資金調達することによって節約された利益分はだれのものになるかという株主に所属します。ですから、法人税がある場合には、資金調達の方法に

よって企業の利益が影響を受け、負債で資金調達するほうが株主にとっては有利になります。

それでは、一〇〇%負債で資金調達したほうがよいかというと、そうともいえません。負債が増えれば債務不履行のリスクが高まり、それに付随するコストも増加します。それは、企業の利益を減少させ、株主に分配される利益を減らします。そこで、法人税と債務不履行の可能性を考慮した場合には、企業ごとに最適な資本構成比率が決まると考えられます。ここでは、議論をあまり複雑にいたくしないで、投資家のキャピタルゲイン課税や配当課税は考慮しませんが、現実にはそれらの効果も当然考慮する必要があります。

ここで言いたいことは、現実の世界に近づけて考えてみると、企業の利益を最大にし、株主の利益を最大にするような最適な資本構成比率が企業毎に存在すると思われるということです。そし

て、企業毎に最適な資本構成比率があるということとは、企業毎に目標とすべきレバレッジ比率があるということになります。

四、ROEと資本コスト

資本コストとは企業が調達する資金のコストです。もし、企業が株式と負債で資金を調達しているとすれば、企業全体の資本コストは株式の資本コストと負債の資本コストの加重平均になります。株式の資本コストは資金調達の側面からみればコストですが、投資家の側からみれば株主要求最低収益率になります。負債の資本コストは借入利率率です。

単純化のために現在と将来の二時点だけのモデルを考えると、株式の資本コストは株主に帰属する将来のキャッシュ・フローを現在の株価で割っ

たものになります。株主要求最低収益率という言葉からわかるように株主は少なくともこれだけの収益性を期待しているということです。したがって、企業の経営者があたらしい事業を始めるにあたっては、この値を上回る収益性のある事業が選択されるべきで、もし、そのような事業が選択されなければ、株価の下落(＝資本コストの上昇)がもたらされ、資金調達が困難になります。その意味で、将来のキャッシュ・フローを現在の株価で割った株式の資本コストは経営者にとって事業選択のベンチマークにはなりません、それ自体を高めることは経営目標として不適切です。

ROEの分子は将来のキャッシュ・フローではなく、過去の利益ですし、分母は簿価ですから株式の資本コストとは似て非なるものなのですが、両者はかなり混同されているように思われます。仮に、過去の利益と簿価という違いを無視し、

ROEを株主要求最低収益率と解釈したとしても、資本コストのところで言及したようにROEを高めるということ自体は株主の利益の増加を必ずしも意味しないのです。

五、レバレッジと資本コスト

およびROE

ROEの分母を時価にし、分子を株主が得る将来のキャッシュ・フローで置き換えると、株式の資本コストと解釈できます。そこで、株式の資本コストとレバレッジあるいはROEとレバレッジの間には同じような関係が成り立ちます。以下では、両者に共通の関係をみることにしましょう。

すでに見たようにROEを分解すると、ROAと(1+レバレッジ比率)の積になります。これからみる限り、レバレッジ比率を高めればROE

が高くなるということがわかります。株式の資本コストの場合も同様にレバレッジ比率を高めると高くなります。

ROEを重視する立場から自社株買いを行ってROEを高めるといふ戦略が提唱されることがありますが、レバレッジ比率を高くするという事実は、ROEの変動自体も同時に大きくすることに なります。つまり、収益率が高くなる代わりに、リスクも高くなってしまうことになります。ROE自体を高めることが必ずしも株主の利益に結びつくとはいえませんが、資本コストの代理変数と考えて、その水準を事業選択のベンチマークとするとの立場を認めたとしても、そのリスクを無視して水準のみを重視するのはナンセンスです。経営者がROEの数値目標を云々する場合、リスクについて言及されることがまずないということが非常に気になります。

六、おわりに

ROEの問題点はいくつかあります。まず、株式を時価で評価していないということ。二点目は将来の利益の流列(キャッシュ・フロー)を考慮していないこと。三点目はレバレッジによって、収益率も高くなるがそれに見合っただけリスクも増加するということがきちんと理解されていないことです。

初めの二点を一応クリアした場合には、ROEは株式の資本コストと解釈できます。しかし、その場合でも、株式の資本コストを高めることが株主の利益になるとは言い切れません。株式の資本コストは株主の要求最低収益率ですから、経営者が事業を選択するときのベンチマークとして理解されるべきです。同等のリスク水準で資本コスト

を上回る事業を選択することができれば、株価が上昇し、株主の利益は増加します。

それでは経営者は何を目標とすべきかということ、資産を効率的に使うことができる限りキャッシュ・フローを増加させるということと、各企業にとって最適な資本構成を選択するということとをこそ目標とすべきでしょう。

参考文献

- 倉澤資成「ROAの限界」『QRI REPORT』QUICK総合研究所、一九九五年一月号。
- R. A. Brealy & S. C. Myers, Principles of Corporate Finance, 4th ed., McGraw-Hill, 1991.
- F. R. Kaen, Corporate Finance, Blackwell, 1995.
- S. A. Ross, R. W. Westerfield & J. F. Jaffe, Corporate Finance, 3rd ed., Irwin, 1993.
- L. D. Schall & C. W. Hally, Introduction to Financial Management, 6th ed., McGraw-Hill, 1991.