

なぜ欧米ではROEが重視されないのか



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授

藤田 勉

1. ROE重視は日本独特

昨年以降の日本株上昇には様々な要因があるが、東証が上場企業に対して資本コストや株価を意識した経営を要請した影響は大きい

〈目次〉

1. ROE重視は日本独特
2. 企業価値創造とは何か
3. 日本の企業と投資家はROEを重視する
4. 欧米の高ROE企業の多くは高レバレッジ
5. 多額の自社株買いで株主資本がマイナスになる
6. 世界的な企業のROIC
7. 日本はROEとROICの差が小さい

結論：グローバルな視野を持ってROE重視の弊害に注目すべき

と考えられる。これを契機に、上場企業の資本コストや資本収益性、そして株価純資産倍率（PBR）などに対する関心が大いに高まった。

重要業績指標（KPI）の代表例が自己資本利益率（ROE）、投下資本利益率（ROIC）、利払前・税引前・減価償却前利益（EBITDA）などである。その中で、日本では、「ROE 8%」に代表されるように、ROEを重視する傾向にある。

日本では、ROE経営が米国由来であるかのようなイメージがある。野中郁次郎氏は「私の履歴書」の中で「日本企業の国際競争力は落ちたとされるが、厳しい環境の下でROE（自己資本利益率）経営のように米国の物まねをする風潮が広がり、傷を深くした」と述べている^(注1)。しかし、後述のように、「ROE経営」は日本固有のものであって、米国には「ROE経営」は一般的ではない（なお、銀行はROEやROEに近い有形株主資本利益率を

重視する)。

ROEは、企業価値とは直接関係なく、財務戦略（レバレッジ）によって操作が可能である。「高ROE企業＝高収益、高成長企業」というイメージがあるが、後述のように、実際には、成長性が低い高レバレッジ企業が多く含まれる。

日本では、エクイティ・スプレッドという言葉が使われることがある。これは、ROEから株主資本コスト（COE）を差し引いたものである。「投資家から見て、エクイティ・スプレッドがプラスであれば価値創造企業、マイナスであれば価値破壊企業とみなされる」という見解がある^(注2)。

しかし、これは和製英語であって、欧米では一般的には使われない。ROEがKPIとして不適切である以上、必然的に、エクイティ・スプレッドは企業経営の指標としては適当でない。株主資本コストの定義は様々であるが、一般に、それは株主の期待リターンであると考えられる。そうであれば、これに対応するのは株主総利益率（TSR）である。投資家は、経営者に対してROEを高めることを求めているのではなく、TSRの向上を求めていると考えられる。

欧米では、役員報酬評価のKPIとしてTSRが重視されることが多い。委任状説明書において役員報酬の詳細が開示される。そのKPIとして、アップル、マイクロソフト、アルファベット、エヌビディアなどがTSRを挙げている（他に売上高、営業利益などがある）。

以下、欧米でROEが重視されない理由を分析し、日本の企業経営のための示唆を得る。

■ 2. 企業価値創造とは何か

ROEが重要でないとする根拠の一つが、企業価値におけるキャッシュ・フローの重要性である。企業価値には様々な定義があるが、「将来の企業の生み出すキャッシュ・フローの合計を現在価値に割り引いたもの」が有力である。コラー、フーカート、ウェッセルズ（マッキンゼー）は、キャッシュ・フローこそが企業価値の源泉であるとして、以下のような企業価値創造に関わる原則を示す^(注3)。

価値創造の基本原則

資本コストを上回る資本収益率と企業の売上高成長率が、企業価値を創造する。

企業価値不変の法則

企業の生むキャッシュ・フローが変わらなければ、企業価値は変わらない。

1890年に、経済学者であるアルフレッド・マーシャルは「資本収益率-資本コスト」の重要性を指摘した^(注4)。現在では、これは「投下資本利益率（ROIC、税引後営業利益/投下資本）-加重平均資本コスト（WACC）」と表されることが多い。

コラー、フーカート、ウェッセルズは、「企業のROICと売上高成長率の二つが、将来のキャッシュ・フローと利益を決める関数である。ROICが投資家にとっての機会費用である資本コストを上回った場合のみ、企業価値

を創造する」と主張する。ノーベル経済学賞受賞者であるモジリアニとミラーは、「キャッシュ・フローが変わらなければ、企業価値は資本の構成には影響されない」と述べた(注5)。自社株買いなど会計的な手法はキャッシュ・フローを変えないため、企業価値に影響しない(注6)。

割引キャッシュ・フロー (DCF) モデルによって企業価値が決まるのであれば、企業価値不変の法則が成り立つ。そして、自社株買いによって、ROEを高めることは、キャッシュ・フローに変化がないため、企業価値を高めないとはいえる。

東証が例として挙げる資本収益性の指標の中では、以下の2指標が有力である。

自己資本利益率 (ROE)

純利益を期中平均自己資本で除したものである。株主に帰属する会社の資本がどのくらいの利益を生んでいるかを示す。

デュボン分析によると、以下の3要因に分解することが可能である。ROEを上げるには、①利益率を上げる、②売上高を増やす、③財務レバレッジを上げる、という方法がある。

ROE = 売上高純利益率 (純利益/売上高) × 総資産回転率 (売上高/総資産) × 財務レバレッジ (総資産/自己資本、期首・期末の平均)

投下資本利益率 (ROIC)

ROICは、利息控除前税引後営業利益 (NOPAT) を期中平均投下資本で除した指

標である。ROICは、投下資本に対してどれだけのリターン (NOPAT) をもたらすかを示す。

後述のように、KPIとしてのROICは、ROEと比較して、多くの優位性があると考えられる。

■ 3. 日本の企業と投資家は ROEを重視する

日本では中期経営計画 (以下、中計) が重視される。ただし、これは日本独自であって、欧米に、中計を開示することはあまりない。中計を初めて対外的に公表したのは、松下電器産業 (現パナソニック ホールディングス) である。1956年に松下幸之助社長が経営方針発表会で5ヵ年計画を発表した(注7)。

これは、1955年から5年間で売上高を年220億円から800億円、従業員を11,000人から18,000人、資本金を30億円から100億円にするというものであった。結果は、計画を大きく上回った。こうして、「経営の神様」といわれた松下氏の手腕は大きな注目を集めた。

その後、中計が普及する中で、KPIを公表する企業が増え、KPIとしてROEが重視されている。欧米で中計があまりない最大の理由は (簡易な計画は存在する)、将来の経済やマーケットなどを正解に予想することは著しく難しいからである。たとえば、3年前に現在の世界情勢や1ドル150円台の為替相場が予測できた人はいない。マクロ経済の前提が

(図表1) 中期経営計画の指標(企業)と経営目標として重視すべき指標(投資家)のギャップ

(%)	企業	投資家	投資家-企業 (%)		企業	投資家	投資家-企業
資本コスト	5.4	50.0	44.6	社会指標	40.0	38.1	-1.9
ROIC	22.8	64.3	41.5	自己資本比率	19.2	15.5	-3.7
ROE	68.3	90.5	22.2	環境指標	46.9	41.7	-5.2
FCF	9.8	28.6	18.8	DEレシオ	16.1	10.7	-5.4
総還元性向	18.1	35.7	17.6	配当総額または 一株当たり配当額	13.4	3.6	-9.8
経済的付加価値(EVA®)	1.3	17.9	16.6	配当性向	38.8	26.2	-12.6
ROA	10.7	22.6	11.9	売上高利益率	44.0	31.0	-13.0
配当利回り	1.3	7.1	5.8	利益額・利益の伸び率	56.3	34.9	-21.4
株主資本配当率	9.8	14.3	4.5	その他	25.2	3.6	-21.6
市場占有率	4.0	8.3	4.3	売上高・売上高の伸び率	51.8	11.9	-39.9

注：複数回答あり。

出所：生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みについて」(2024年4月19日)

正確に予想できないのであれば、経営計画の数値目標に意味がなくなる。

生命保険協会の2024年調査では、企業が中計で重視している経営指標として、1位ROE(68.3%)、2位利益・利益額の伸び率(56.3%)、3位売上高・売上高の伸び率(51.8%)がある(注8)。一方、投資家側は、1位ROE(90.5%)、2位ROIC(64.3%)、3位資本コスト(50.0%)を挙げている。このように、企業、投資家ともKPIとしてROEを最も重視する。

資本コストに対する重要性の認識は、投資家の50.0%に対して企業は5.4%と低い(差は44.6ポイント)。ROICについても、投資家の64.3%に対して、企業は22.8%と、差は41.5ポイントもある。

企業の投資の意思決定の判断基準として適切と思われる指標としては、投資家はROIC

が82.1%とトップに挙げる。しかし、企業は40.3%と評価が低く、ROICの重要性が十分に理解されていないように見える。

企業は、利益額・利益の伸び率を重視する(56.3%)一方、投資家は34.9%と低い。利益の額とその成長率は株価に対して大きな影響を与えると考えられる。しかし、投資家はそれらを必ずしも重視しない、という理解し難い現象が起きている。

前述の企業価値創造の基本原則では、ROICと資本コストの差を拡大し、かつ売上高が拡大すると、企業価値が増大する。日本の企業、投資家とも、企業価値創造の理論について理解を深める余地が大きいと考えられる。

(図表2) 先進国の高ROE上位10社 (時価総額上位100社対象、金融除く)

上位10	国	時価総額 (兆円)	ROE(%)	株主資本比率 (%、期中平均)	株価騰落率 (過去10年、%)	
1	ブッキング・ホールディングス	米国	19.2	22,573.7	0.1	195.3
2	ホーム・デポ	米国	49.8	1,162.2	1.7	317.4
3	アップル	米国	442.2	171.9	16.0	750.4
4	アマジェン	米国	24.6	135.8	6.1	163.7
5	エヌビディア	米国	404.5	91.5	60.9	22,980.6
6	ノボノルディスク	デンマーク	90.4	88.1	34.2	700.1
7	ロッキード・マーチン	米国	16.9	86.0	15.3	187.4
8	ASMLホールディング	オランダ	56.7	70.4	29.2	1,283.1
9	TJXカンパニーズ	米国	17.5	65.5	23.5	278.7
10	ラム・リサーチ	米国	18.3	62.3	40.3	1,403.0

注：時価総額、株価は2024年5月末時点、1ドル150円で換算。

出所：QUICK FactSet

4. 欧米の高ROE企業の多くは高レバレッジ

ROEを高めることは簡単である。大規模な自社株買いを実施すると、ROEは容易に上昇する。

2023年度の先進国時価総額上位100社（金融除く）の中で最もROEが高いのがブッキング・ホールディングスであり、ROEは22,573.7%である。同条件の日本のROE 1位がレーザーテックの50.8%であるので、たいへん大きな差がある。

ブッキングHDはROEを2万%超にすることが経営目標であるとは考えられない。ROEが2万%を超えているのは、2023年度株主資本比率（期中平均、以下同）が0.1%と著しく低いからである。なお、売上高純利益率は20.1%であるので、同社は高収益企業

であるといえる。

ブッキングHDは、過去10年間に自社株買いを5.9兆円実施し、発行済株式数は34%減少した。無配であり、株主還元はすべて自社株買いである（2024年は配当実施）。その結果、株主資本は2021年12月期の9,267億円のプラスから2023年12月期には4,116億円のマイナスと、1.3兆円減少した（期末の株主資本比率は-11.3%）。株主資本がマイナスであれば、計算上、ROEは算出不可となる。

米国では、CEOの報酬の中において株式報酬（長期インセンティブ）が7割を占める。これにより、株主とCEOの利害を一致させ、エージェンシー・コストを最小化することを試みている。

フォーゲルCEOの2023年度の報酬は70億円であるが、そのうち株式報酬は88%を占め、基本報酬は2%にすぎない。ブッキングHDの株価は過去10年間で3倍に上昇した。つま

り、フォーゲルCEOはTSRを高めることを優先して自社株買いをしているのであって、ROEを2万%超に高めることを目標にしていなると推察される。

2位のホーム・デポのROEが1,162.2%と高いが、これも株主資本比率が1.7%と低い。過去10年間の総還元性向は113.7%であり、累計の自社株買いは11.4兆円である（株主還元に占める自社株買いの構成比58.7%）。4位のアマジェンのROEは135.8%、株主資本比率が6.1%である。このように、高ROE上位企業は極端な高レバレッジである。

高ROE企業は高収益企業というイメージが強いが、これに該当するのは株主資本比率が高いエヌビディアである。売上高純利益率は48.8%と高水準であると同時に、株主資本比率も60.9%と高い。

アップルは高収益企業（利益率25.3%）であり、かつ高レバレッジ企業（株主資本比率16.0%）である。過去10年間に91兆円の自社株買いを実施し、発行済株式数は38.2%減少、株主資本は9.2兆円減少となった。ティム・クックCEOの就任以来の累積報酬は1,096億円であるが、基本報酬47億円、株式報酬が883億円（構成比81%）である（2023年時点）。過去10年間の純利益は2.6倍になったが、株価は8.5倍と、利益以上に株価を上昇させることに成功している。

■ 5. 多額の自社株買いで株主資本がマイナスになる

米国では、マクドナルド、スターバックスなど優良企業の株主資本がマイナスになる例が多い。これらは景気の変動を相対的に受けにくく、キャッシュ・フローが安定している。このため、企業の存続には支障がない。

自社株買いは、剰余金の範囲内で実施が可能となる（デラウェア州会社法160(a)(1)）。剰余金がマイナスであれば資本が毀損しているとみなされる^(注9)。ただし、剰余金算定に際し、貸借対照表で開示される総資産、総負債は現在価値を反映しているとは限らないので、デラウェア州の判例では、会社が現在価値で再評価することを認めている^(注10)。たとえば、取得原価で評価される不動産を現在価値で評価するなどが行われる^(注11)。

東証の場合、上場維持基準として純資産の額が正であることが求められる。ニューヨーク証券取引所の場合、債務超過の基準はない。ナスダックの場合、上場維持基準として①資本基準、②時価総額基準、③総資産/売上基準（キャピタル・マーケットは純利益基準）のうち、いずれか一つを満たせばよい。

S&P500構成企業のうち34社、時価総額上位100社でも5社が債務超過である。債務超過で時価総額最大の企業はボーイング（16.4兆円、2024年5月末）である。マクドナルドの2023年度末の株主資本は6,589億円のマイ

(図表 3) 先進国時価総額上位10社のROIC (2023年度)

上位10	国	ROE (%)	ROIC (%)	ROE-ROIC (ppt)
1 マイクロソフト	米国	38.8	27.8	11.0
2 アップル	米国	171.9	59.3	112.7
3 エヌビディア	米国	91.5	74.2	17.3
4 アルファベット	米国	27.4	24.5	2.9
5 アマゾン・ドット・コム	米国	17.5	9.6	7.9
6 メタ・プラットフォームズ	米国	28.0	22.6	5.4
7 イーライリリー	米国	48.9	20.6	28.3
8 ブロードコム	米国	60.3	31.2	29.1
9 ノボノルディスク	デンマーク	88.1	70.0	18.1
10 テスラ	米国	27.9	19.1	8.8

注：2024年5月末時価総額（金融除く）。ROICはNOPATベース。

出所：QUICK FactSet

ナスである。自社株買いで溜まった金庫株は10.0兆円である（総資産7.9兆円）。スターバックスの株主資本は約1.1兆円（2023年9月期）のマイナスである。

6. 世界的な企業のROIC

高ROE企業は必ずしも高収益企業ではないが、基本的に、高ROIC企業は高収益企業である。

ROICとROEとの違いは、第一に、分子が純利益ではなく営業利益ベース（NOPAT）である。NOPATには、特別損益 {株式や不動産の売却益（固定資産に属するもの）} や金融収支は含まれない。企業買収に伴うのれん代の償却などもない。このため、相対的に企業の本業の稼ぐ力を表しやすい。

第二に、分母が自己資本ではなく投下資本である。ROICの分母は、有利子負債か自己

資本かという投下資本の構成比を問わない。財務レバレッジを高めると、財務リスクは高まる。しかし、財務レバレッジを高めても、ROICは高まらない。

先進国企業の時価総額上位10社（金融除く）を見ると、すべてROICよりもROEの水準が高い。ROICとROEの差が112.7ポイントと最も大きいアップルの財務レバレッジは5.7倍と高いことが原因である。ただし、ROICも59.3%と十分に高い。

高レバレッジ企業は常識を超えるほどの高ROEである場合があるが、ROICは概ね常識的な水準となっている。たとえば、ブックイングHDのROEは2万%を超えるが、ROICは35.8%である。ロウズは3期連続債務超過のためROEは算出できないが、ROICは38.1%である。高収益企業であるエヌビディアは、高ROEでかつ高ROICである。

(図表 4) 日本時価総額上位10社のROIC (2023年度)

上位10	ROE (%)	ROIC (%)	ROE-ROIC (ppt)
1 トヨタ自動車	15.8	7.7	8.1
2 キーエンス	14.0	14.2	-0.2
3 ソニーグループ	13.1	10.1	3.0
4 東京エレクトロン	21.7	21.5	0.2
5 日立製作所	11.1	8.9	2.2
6 NTT	13.9	7.8	6.1
7 三菱商事	11.3	4.3	6.9
8 ソフトバンクグループ	-2.6	0.0	-2.6
9 リクルートホールディングス	19.5	16.8	2.7
10 ファーストリテイリング	17.5	12.0	5.5

注：2024年5月末時価総額（金融除く）。ROICはNOPATベース。

出所：QUICK FactSet

7. 日本はROEとROICの差が小さい

日本では、米国のように極端に財務レバレッジが高い企業はほとんどない。このため、一般に、ROEとROICの差は小さい。時価総額上位10社では、トヨタ自動車が最大であるものの、その差は8.1ポイントにとどまる。ソフトバンク（通信会社）の自己資本比率（期中平均）は15.2%と財務レバレッジが高い。このため、ROE21.3%と高いがROICは10.2%であり、差は11.1ポイントである。この場合、ROICの方が実態を表しているように見える。

日本のROE上位10社には、半導体関連株が並ぶ。時価総額上位100社中（金融除く）ROEが最も高いのはレーザーテックの50.8%である。次いで、ディスコの22.3%、関西電力の21.8%の順である。レーザーテックの

ROICは49.6%とROEと同水準である。売上高純利益率は、30.2%と高い。

米国であれば、豊富にキャッシュ・フローを生む高収益企業はそれを過度に溜め込まずに、株主還元充てる。むしろ、過度に株主還元し、株主資本がマイナスになる会社がある。

しかし、株主に対する意識があまり高くなく、かつ、「無借金経営」が肯定的に評価されることが少なくない日本では、高収益企業は不必要に現金を溜め込む傾向がある。このため、キーエンス（自己資本比率94.3%）、中外製薬（80.2%）、東京エレクトロン（69.9%）など、自己資本比率が著しく高い会社が少なくない。レバレッジが低いいため、これらのROEとROICは概ね同水準である。同様に、HOYA、任天堂の自己資本比率は80%を超える。

純現金残高（前期末、金融、日本郵政除く）

は、1位任天堂が2.3兆円（ROE20.1%）、2位信越化学が1.7兆円（同12.8%）、3位ファーストリテイリングが1.2兆円（同17.5%）であり、中外製薬、HOYAも残高が大きい。前期の総株主還元性向は、中外製薬が40.4%（自社株買い構成比0%）、HOYAが52.3%（同59.3%）、任天堂が48.2%（同0%）であった。このように、株主還元を実施する余地が大きく、結果として、純現金残高が必要以上に蓄積していると考えられる。

■結論：グローバルな視野を持ってROE重視の弊害に注目すべき

ROEは、入手しやすい公開情報のみで算出できるため、シンプルで、使い勝手がいい。しかも、株主は、「会社は株主のもの」と考えることが多いため、株主の保有する資本に対してどの程度の収益を生むか、という概念は好ましく聞こえる。

伊藤レポートの提唱するROE8%基準やISSの議決権行使ROE5%基準が、比較的短時間で、投資家や企業に浸透したのは、こうした理由が大きいと思われる。様々な問題点があるものの、日本では、適切な企業価値評価が十分浸透しているとはいえないため、簡便法であるROEが大いに注目され続けるであろう。ただし、十分に理解すべきであるのは、簡便法にすぎないROEは世界の経営指標においては必ずしも重視されていないこと

である。

株価を持続的に上昇させるためには、まず、企業の利益を成長させ、フリー・キャッシュ・フロー（FCF）や現金保有額を増加させることが有効である。その上で、保有する現金を使って自社株買いを中心とする株主還元を実施する。この戦略で株価を長期的に上昇させている代表例が、アップル、マイクロソフト、アルファベットである。しかし、これは、米国の巨大テック企業には当てはまっても、日本企業には該当しづらい。

日本では、企業は株主からROE向上を要求されることが少なくない。しかし、過度な自社株買いは、企業の縮小均衡策につながりかねない。

世界的に見て、日本企業の規模は比較的小さい。このため、必然的に設備投資や研究開発投資などは小さくなる。規模が小さい日本企業が多額の自社株買いをしていては、世界での競争に勝てないことになりかねない。結果として、日本企業の国際競争力が劣化する悪循環が発生する懸念がある。

運用会社がROE5%以上などといった議決権行使基準を振りかざすと、その弊害が大きくなることを筆者は懸念する。ぜひ、資産運用会社の経営者は、グローバルな視野を持って、議決権行使基準を再点検してほしいと考える。

結論として、ROEを過度に重視することには様々な弊害が生まれる。ぜひ、資本市場関係者に、ROE重視を再考してほしいと考

える。

- (注1) 野中郁次郎「私の履歴書 野中郁次郎 (27) 経営者から学ぶ」(日本経済新聞社、2019年9月28日)
- (注2) 柳良平「Equity Spreadの開示と対話の提言」(企業会計第65巻第1号、2013年) 86~93頁。柳良平、目野博之、吉野貴晶「エクイティ・スプレッドと価値創造に係る一考察」(資本市場第359号、2015年) 24~33頁。
- (注3) マッキンゼー・アンド・カンパニー、ティム・コラー、マーク・フーカート、デイビット・ウェッセルズ著『企業価値評価 第7版[上]バリュエーションの理論と実践』(ダイヤモンド社、2022年) 33~65頁参照。
- (注4) Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Volume 1, New York: Macmillan, 1890 p. 142
- (注5) Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review* Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.
- (注6) Vartika Gupta, David Kohn, Tim Koller and Werner Rehm, "Prime Numbers: The true value of share repurchases ", McKinsey and Company, May 1, 2023
- (注7) パナソニック ホールディングスウェブサイト <企業情報/歴史/松下幸之助の生涯/97. 「5ヵ年計画」を発表 1956年(昭和31年)>参照。
- (注8) 生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みについて」(2024年4月19日)
- (注9) 竹田公子編著『米国会社法の実務Q&A』(中央経済社、2019年) 164~169頁参照。
- (注10) Houlihan Lokey, "Negative Equity and Solvency Opinions in Today's Market", September 2022
- (注11) Locke Lord, "Recent Delaware and Other Decisions Relevant to the MBCA", *Capital Markets Blog*, December 8, 2022

