解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 大庭昭彦 CMA

自己資本利益率（ROE、Return On Equity）は企業の利益を自己資本で割ったもので、収益率の代表的な尺度である。継続してROEの高い企業は高収益の優良企業で、ROEは世界の投資家が最も重視する指標の一つである。このROEに関連したアクティブな動きが、国内の多くの公的機関を中心として昨年来集中して起こっているために、内外の投資家や企業経営者からのROEに対する注目が改めて高まっている。

まず2014年1月には日本取引所グループと日経が共同で開発したJPX日経インデックス400の算出・公表が開始された。この指数は銘柄の採用にROEを高いウェイトで考慮するという点で大きな話題となった。また、同年4月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、このJPX日経インデックス400を国内株式のパッシブ運用のベンチマークに採用して運用を始めたと発表した。GPIFは14年12月末時点で137兆円の運用資産を保有する世界規模の巨大ファンドであり、この動きはROEの高い企業への投資を促すものとして注目された。そして、同年8月に経済産業省のプロジェクト報告として出されたいわゆる「伊藤レポート」がある。このレポートでは、日本の持続的成長のためにはROEを典型的な指標とする企業の資本効率性の向上が不可欠であること、そのため

に適切な企業統治や企業・投資家間の対話が役に立つということが多くのエビデンスをもとに強く主張された。

こうしたROEに対する注目の高まりと意識の変化の中にあつて、多くの実務家や研究者たちがコーポレートガバナンス（企業統治）とROEの関係、株主と企業の意識調査、ROEと企業価値に関する分析、ROEをめぐるグローバルな株主還元政策比較など、個別の問題に関する多くの成果を出している。こうした新しい重要な成果を、このタイミングで特集して紹介することには大きな意味があると思われる。

まず、小林論文「資本生産性の時代—バンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへ」では、日本全体の公共的な経済政策を考える上でのROEの位置付けという、俯瞰的で重要な見方が示される。そこでは、まず日本の全要素生産性（TFP）は、70年代、80年代は高かったが90年以降低迷していること、それがバンク・ガバナンスが効かなくなったと言われる時期と符合していることを示す。TFPの代理変数であるROE長期低迷の理由はコーポレートガバナンスの機能不全であり、銀行によるガバナンスから株主によるガバナンス（エクイティ・ガバナンス）に移行することが必

要だということを主張する。この移行は「放っておいても実現しないので改革が必要である」ということをゲーム理論の枠組みで説明する。また改革の具体的な方法として、小林教授が発起人の一人となっている「『山を動かす』研究会」の大きな成果である「エクイティ・ガバナンス改革のフレームワーク」が紹介される。日本経済全体の成長の中での位置付け、歴史的な経済の流れの中での位置付けを踏まえておくためにも最初に読んでおくべき論文である。

続く柳論文「ROE向上へ向けた企業と投資家の望ましい関係：伊藤レポートを受けて一投資家サーベ이의唆とエクイティ・スプレッドの考察」は、伊藤レポートを作成したプロジェクトのメンバーの一人である柳良平氏の広範囲の投資家サーベイを使った、このテーマに関する市場の意識の高さの確認と、具体的な使い方の指標の一つであるエクイティ・スプレッドについて興味深い考察を行っている。ここで紹介されている投資家サーベイは、投資家と企業の対話の原則として14年2月にまとめられた日本版スチュワードシップ・コードについてのものであるが、対話のテーマとして最も重要なものはROEを初めとした資本効率であること、その数値に投資家が不満であることが確認されている。一方で、全ての企業が横並び

でROEを比較されるべきではないこと、特に持続的ではないやり方での短期志向のROE向上策は問題があるという重要な主張がされていて、そのため分かりやすい方策として

エクイティ・スプレッド

$$=ROE - \text{株主資本コスト}$$

の利用を提言している。エクイティ・スプレッドは企業から見た株主資本についてのリターンとコストの差であり、企業価値を生み出す源である。したがって、エクイティ・スプレッドを継続的にプラスの値にできない企業はプラスの価値を維持できない。一般に株主資本コストは、国ごと、セクターごと、あるいは個別企業ごとに異なる。したがって、高いコストの企業が高いリターンを上げていても、低いコストの企業が低いリターンを上げている場合よりも優れているとは言えない。簡単にCAPMで株主資本コストを計算することになれば、高いリスクをもったハイベータ企業と低いリスクのローベータ企業では一律にROEで比較すべきではないという自然な主張になる。

柳論文は企業価値を計る指標としてPBRを例としており、PBR1倍割れの壁を越えることが、ROEと企業価値の関係を考える上で重要であることを示している部分は、次の宮川論文のメインテーマの理解を深めるのにも役立っている。

株主資本コストについて

CAPMによる資本コストの計算

$$\text{株主資本コスト} = \text{ベータ} \times \text{市場ポートフォリオ・リスクプレミアム} + \text{リスクフリーレート}$$

このモデルを国別に使う場合、例えば日本ならば市場ポートフォリオ・リスクプレミアムはTOPIXベース、リスクフリーレートは日本国債ベースのものなどが使われる。この時、企業ごとに異なるのはベータだけになるので、株主資本コストの差はベータで決まることになる。株主資本コストの計算には、他のファクターモデルを使う方法や、株価にインプライドされているコストを計算する方法も使われる。

宮川論文「PBR 1 倍の非対称性に見える日本企業の低ROE問題」では、ROEの概念を整理し、ROEという考え方がなぜ重要なのか、ROEという数値だけにこだわるのがなぜ重要でないのか、という議論を進めている。そのために日本企業のROEの実績値を過去にさかのぼって概観し、日本企業がROEを改善させることの難しさを示すとともに、PBR 1 倍割れでROEが資本コストを上回れない企業はROEを改善しても株価は上昇しないという実証結果を示している。PBR 1 倍割れということは、前述のエクイティ・スプレッドがマイナスであることに対応するので、柳論文と整合的であると言える。

宮川論文のユニークな点の一つが第1章の、戦前からのコーポレートガバナンスの状況の変遷の紹介である。戦前の日本企業の平均配当性向は高く、利益率に対する感応度も高いという現在の米国的な特徴を持っていた。それが、戦中戦後の規制の変化などの強い影響で、現在のような低い株主還元状況へと変化して定着したということが解説されている。このことは、現在の国内のコーポレートガバナンスの状況が日本特有の文化によるものではないこと、世界平均の状況に変え得るものであることを示唆している。

最後に杉下論文「持続的なROE・株主価値向上のための株主還元政策」では、世界22カ国の約6,000社をユニバースとした定量的な分析などをもとに、グローバルな視点から日本企業の株主還元政策を検証し、株主還元政策のベンチマーク、および株主価値向上に資するための株主還元政策の数値モデルを提案している。本分析でも議論のベースとなるのは世界的に見た日本企業のROEの低さであるが、総還元自己資本比率はもっと低い数値となっている。この原因は、利益のうちのだ

れだけを株主に還元するかという「総還元性向」の差であり、これは利益率が低いこととは独立して生じている現象である。数字で見ると日本の総還元性向は35%であるのに対し、世界の平均的な総還元性向は67%で倍近い。特に米国の総還元性向は96%で極めて高い水準である。中身を見ると還元方法に違いがあり、特に機動的な還元の方法として使われる自己株式取得が日本では相対的に使われていないが米国では盛んであることも示される。

企業別にみると株主還元水準は何で決まるのか。世界全体の傾向として杉下氏の得た結果は次のように、企業の自然な意思決定を示唆するもので、興味深い。

- ① ROEが高いほど株主還元している。
還元の前資が多いほど還元できる。
- ② 事業リスク、財務リスクが高いと株主還元を減らす。
ハイリスクの企業は株主還元を消極的である。
- ③ 投資機会が広いほど株主還元しない。
有利な投資機会があれば資金を成長に回す方が合理的である。

また、株主還元手法の効果として自己株式取得がキャッシュフローの安定化に役立っていることも定量的に示し、株主還元政策と企業価値の関係もモデル化している。杉下氏はこうした定量的なモデルを企業が意思決定に用いることにより、企業の状況に応じた株主還元政策を定量的に評価できるとしている。多くの示唆に富んだ論文だと言える。

さて、本テーマの全ての論文で共通して前提としていることであるが、単に「ROEを高める」ということを合言葉にすると抜け落ちてしまうこと

について、ここで改めて記しておきたい。ROEを高めるとは言っても、短期志向で目先の数値を良くするためだけの方策では問題がある。過度のレバレッジや不必要なリストラなどによるROEの向上は、その先が続かないので意味がないし、そのことは市場でも悪く評価されてしまって企業価値向上にはつながらないだろう。ROEの向上は、論

文の中で繰り返されているように「継続的な」「安定した」「持続可能な」といった形容詞付きで目指されるべきであり、そうして初めて企業価値の向上、ひいては株価の上昇につながると考えられる。日本市場の適切な成長のためには、ROE向上の具体策も適切に行っていくべきである。