

# PBR 1 倍の非対称性に見える日本企業の低ROE問題

宮川 壽夫 CMA・CIIA

### 目 次

- |               |                 |
|---------------|-----------------|
| 1. はじめに       | 4. PBR 1 倍の非対称性 |
| 2. 日本企業のROE概観 | 5. 終わりに         |
| 3. ROEと資本コスト  |                 |

ROEの概念を整理し、ROEという考え方がなぜ重要なのか、ROEという数値のみにこだわるのがなぜ重要でないのか、という議論を進める。そのため、日本企業のROEの実績値を過去に遡って概観し、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、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「PBR 1 倍の非対称性」の実証結果を披露する。ROEは高ければいいという指標ではない。各企業の事情に応じた考え方が必要だ。

## 1. はじめに

### (1) 日本的経営の系譜

日本初の株式会社は1873年に設立された第一国立銀行とされている。「国立」と名乗ったが、れっきとした民間企業だ。ただ、実際に日本で株式会社制度が普及したのは旧商法が成立した1890年よりさらに後になる。以来100年以上たった今でも、企業価値の拡大やコーポレートガバナンスといった株式会社制度に関する根本的な議論が盛んに行われている。本誌のテーマのように

ROE（自己資本利益率）や極端な株主還元策が話題となる昨今だが、草創期の株式会社はどのような様子だったのだろうか。

お馴染みの会社四季報（東洋経済新報社）が初めて発刊されたのは1936年（昭和11年）のことだ。創刊号には298社の情報が掲載されており、紡績、化学、鉄鋼、鉄道などを中心とした昭和史を飾る銘柄が居並ぶ。南満州鉄道の「重役」欄に総裁として松岡洋右の名前が連なるなど興味深い。満州事変の後で、同社の重要性は増し、「そのため相当無理な投資をも敢行せねばならな



宮川 壽夫（みやがわ ひさお）

ワシントン大学（University of Washington）フォスター・スクールオブビジネス客員研究員／大阪市立大学大学院経営学研究科教授。専門はコーポレートファイナンス理論の実証研究。2010年筑波大学大学院博士後期課程修了。博士（経営学）。85年野村証券入社。00年米国トムソンファイナンシャル・コンサルティンググループ、シニアディレクターに就任、07年再び野村証券に移籍。10年より大阪市立大学大学院に専任。主な著書に『配当政策とコーポレートガバナンス～株主所有権の限界』（中央経済社）。