

資本利益率



砂川伸幸

神戸大学大学院経営学研究科 教授

とができれば問題はない。しかし、そうでない場合がある。

成長と価値

本誌第四二号「成長と価値」海外投資の留意点で述べたように、成長が価値を高めるとは限らない。価値を高めるか否かは、ROEが投資家の期待(資本コスト)を上回るかどうかで決まる。ROEが資本コストを上回る状況では、成長が価値向上のドライバーになる。逆に、ROEが資本コストを下回れば、成長率が高いほど価値の毀損が大きくなる。

業がROEの向上を目標に掲げる。これが理想である。現実はそのような可能性がある。少なくとも、投資家はそうのように見ている。

コーポレートファイナンスの原則

図2は今回の調査で新しく取り上げられた項目である。投資家が、事業投資の評価基準として適切だと考えているものは、投下資本利益率(ROI、ROIC)である。企業が重視しているものは、やはり売上や利益の増加額になっている。

毎年、生命保険協会がアンケート調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」を発表する。そこには、投資家から企業への要望がまとめられている。企業経営に関する投資家と企業の見解も示されている。この数年間、中期経営計画で公表する経営指標に関する意見が分かれている。

でいる。

図1の右側は、企業側の回答である。中期経営計画において企業が公表している経営指標の第一は、利益の伸び率である。ほぼ同じ割合で売上の伸び率がくる。ROEは四番目となっている。

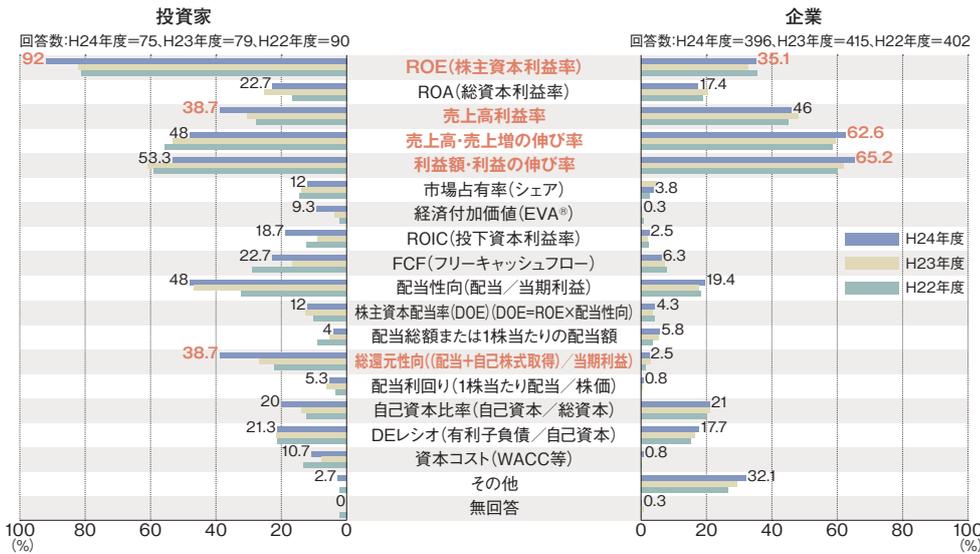
図1の左側は、投資家の意見である。投資家が企業に目標値を公表してほしいと考えている経営指標の第一は、ROE(株主資本利益率)である。ROEの公表に対する要望の割合は、毎年増加している。直近(平成24年度)では、機関投資家の九割以上がROEを望ん

企業が中期経営計画で公表する指標は、企業が目標とする指標である。目標の達成に向けて、企業は経営を行う。日本企業は、売上と利益の伸び率を高める成長路線を志向している。一方、投資家は資本効率の指標であるROEを高めてほしいと考えている。成長と効率を同時に達成するこ

成長と価値が両立するか対立するかは、ROEと資本コストの大小関係によって決まる。生命保険協会の調査は、両者の関係についても取り上げている。日本企業のROEが資本コストより高いと述べた投資家は、二%に満たない。ROEが資本コストより低いと指摘した投資家は、七割を超えている。自社のROEが資本コストを上回っていると答えた企業は二三%、ROEが資本コストを下回っていると答えた企業は三〇%である。

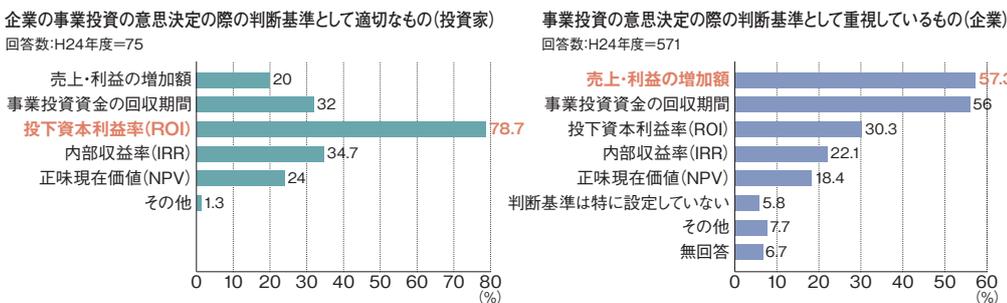
ROEが資本コストを上回っている企業が成長路線をとり、そうでない企業は、正のNPVをもつ投資を実施して価値向上を果たすことである。平均的に、資本コストというハードルを上回るROICをあげ、価値を向上させることである。ビジネススクールでは、まずこのことを教え込む。その上で、さまざまなケースを分析し、ディスカッションする。例えば、MIT Sloanでは、ファイナンシャル・マネジメントの講義の最初に、NPVが正の投資を行うことを基本原則として教えている。

図1●投資家が望む経営指標と企業が公表している経営指標 (複数回答)



(出所)平成24年度生命保険協会調査結果「株式価値向上に向けた取り組みについて」図表5、図表11

図2●投資家が望む経営指標/企業が公表している経営指標 (複数回答)



(出所)平成24年度生命保険協会調査結果「株式価値向上に向けた取り組みについて」図表16、図表21

げている。しかし、成長に目がくらみ、資本効率を高めて企業価値を向上させるといふ原則を忘れていないだろうか。生命保険協会の調査結果は、このようなメッセージを発しているように見える。

日本企業のROEの低さを指摘した。ROEやROICを重視しない企業を名指し、経営陣に株主提案を行う投資ファンドも現れた。国内の機関投資家も、もの言う投資家として、資本利益率の低さを問題視した。例えば、企業年金連合会は、ROEが長期にわたって低迷している企業の取締役再任議案に対して、肯定的な判断はできないことを明記している。

資本利益率の潮流

一部の企業では、資本利益率を重視する動きが出ている。ROEやROA(総資産利益率)を経営目標に掲げたり、ROICを管理指標として採用したりする企業が増えてきている。日本経済新聞が、ROICを導入した企業の特集を掲載することもあった。それでもまだ、日本企業のROEは低い。平均的に五〜八%のレンジで推移している。サンプルにもよるが、アメリカ企業のROEの平均は一五%程度である。ヨーロッパでもアジアでも、上場企業のROEは高い。

価値向上を忘れないために、四つめのCとして、資本(Capital)を加えた4Cを提案しよう。資本市場、資本コスト、そして資本利益率。すべてを含むCである。

資本利益率の重要性は、経営戦略論の大家であるマイケル・ポーターも述べている。ポーターは、経営資源を有効に利用することが組織の本来の務めであるとし、そのことを最もよく表す財務指標は投下資本利益率だと述べている(『マイケル・ポーターの競争戦略』早川書房(二〇二二年))。

MBAで有名な企業分析のテキストには、忘れてはならない次の一文がある。「ほとんどの財務指標にはベンチマークがない。資本利益率は例外で資本コストと比較できる。資本コストを上回る資本利益率をあげること、企業は経済的な価値を付加できる」。

四つめのC

経営戦略では3Cを忘れるなという顧客(Customer)、競合(Competitor)、自社(Company)である。しかし、

二〇一三年四月現在、四つめのCである資本市場が日本企業に対する評価を高めている。企業は期待を超える成果を出すことが求められる。そのためには、期待されているものを正しく理解する必要がある。