

ROE で見える財務戦略

元外資系投資銀行 シニア・アナリスト

目崎美和子

ROE はすでに耳慣れた単語である。しかし、ROE を構成する要素が財務戦略を判断する道具であるという認識は薄い。そこで ROE を少し詳しく見てみよう。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{資産合計}} \times \frac{\text{資産合計}}{\text{株主資本}}$$

ROE とは、返済の要のない資金に対して 1 年間の事業活動によって得た利益の比率である。ROE をさらに分解すると利益率、総資産回転率、株主資本比率となる。これらの比率は、(1) 事業活動に経費や費用の無駄が無いのか、(2) 売上に貢献しない資産の保有が無いかを見る。(3) 株主資本比率は ROE 分解式では逆数を用いる。(1) と (2) は事業活動を (3) は財務活動の成果を表す。株主資本比率は返済の必要のない資金を十分に保有しているか否か、つまり倒産の可能性を判断する指標であると言われている。その株主資本比率が ROE 分解式では逆数になっているという事は企業の存続を懸けてリスクをとって行かないと、ROE の向上は望めない、つまりその企業活動は評価されにくいという事である。

この ROE の分解式は米国の化学会社デュポンが発案し活用していたのでデュポン式 ROE と呼ばれる。このデュポン式 ROE にはもう一つ重要な要素が含まれていて総資産利益率と呼ばれるものがある。

$\text{ROA} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{資産合計}}$ と表され、分解すると利益率と総資産回転率になる。負債と株主資本の合計が資産合計

であるから、ROA は意味深い指標である。つまり、利益率は事業の性質によって増減する傾向がある。総資産回転率は、鉄鋼、造船などの装置産業では低くなりがちである。そのため総資産回転率の低い傾向にある企業は利益率が高くなければ存続し難い。つまり利益率と総資産回転率は互いに補いあって、事業の性質に関わらず ROA は一定の範囲内になる傾向がある。

では ROE から ROA を除いた部分はどうのような効果を ROE にもたらしているのだろうか。まず、ROE に対する貢献を事業活動と財務活動に分けて考えてみよう。事業活動による収益性を計測する ROA の分子である当期純利益には支払利息が費用計上されており、支払利息は借入金の増減によって変化する。資金調達にあたって株式発行か、借入かの選択によって支払利息の金額は変化する。つまり支払利息は資本構成に影響を受ける。ROA から資本構成の影響を取り去るために支払利息を当期純利益に足し戻してみる。支払利息は税控除を受けるため税引後支払利息を当期純利益に加算し、便宜上これを ROA_{int} と呼ぶ。 ROA_{int} は企業の資本構成の影響を受けない収益性を表す。

$$\text{ROA}_{\text{int}} = \frac{\text{当期純利益} + \text{税引後支払利息}}{\text{資産合計}}$$

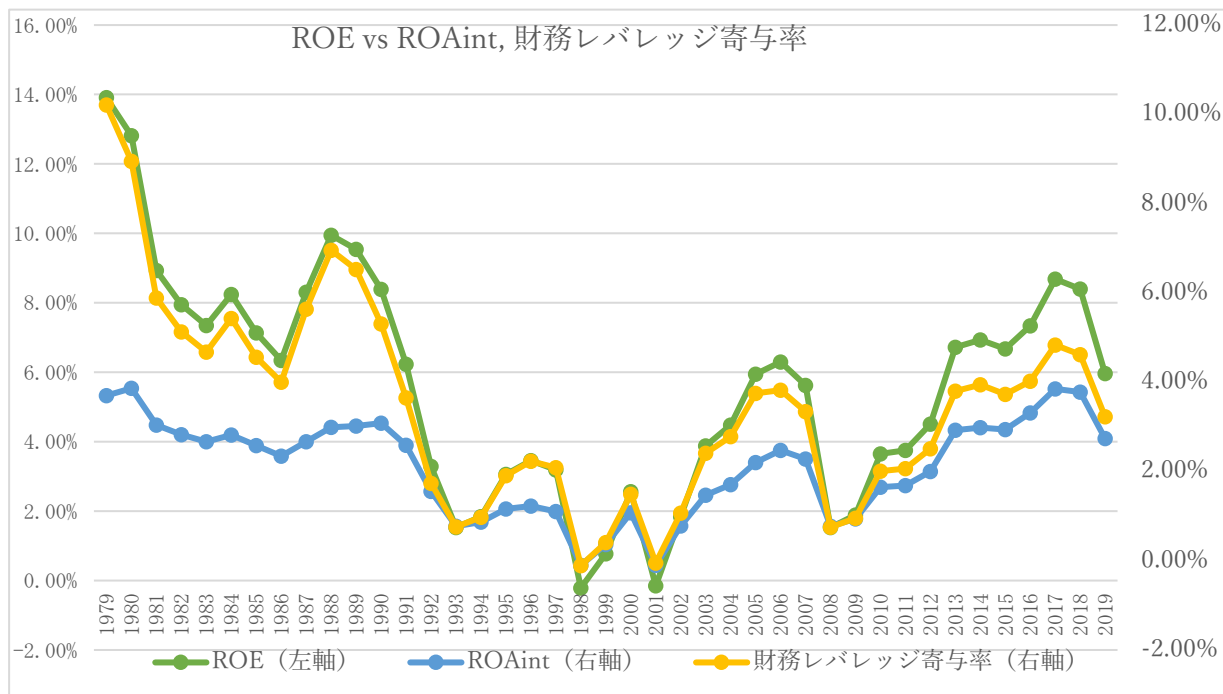
ROE から ROA_{int} を差し引くと以下の式になる。

$$\text{財務レバレッジ寄与率} = \left(\text{ROA}_{\text{int}} - \frac{\text{税引後支払利息}}{\text{負債合計}} \right) \times \text{負債比率}$$

負債比率は、梘子の原理を利用して ROE に大きくプラスに作用することも、反対にマイナスに作用することもある。その特質のため負債比率は別名、財務レバレッジとも呼ばれる。そこで上記の式

を便宜上、「財務レバレッジ寄与率」と呼ぶことにする。

「財務レバレッジ寄与率」の詳しい説明をする前に、1979年度から直近までの ROE 対 ROA_{int} と財務レバレッジ寄与率の推移をグラフで見てみよう。財務省が開示している「法人企業統計調査 時系列データ 金融業、保険業以外の業種(原数値)」に基づいて作成した。



1979年度から見る理由は、この年エズラ・ヴォーゲルが ”Japan as No.1” を刊行した年であり、その後日本はバブルに浮かれ、僅か数年後には長い低迷の時代に入り未だに抜け出せずにいるからである。日本企業の ROE は 1979 年度以降 20 年以上低下し続けたが、21 世紀に入ってから回復傾向にある。しかし、米国の一般的な企業が 平均的に ROE 15% を達成している事を考えると、2019 年度 ROE 6.0% はかなり低水準である。

上のグラフで見ると ROA_{int} よりも財務レバレッジ寄与率の方が ROE への貢献は大きい。ROE を財務レバレッジ寄与率と ROA_{int} に分けて組み直すと、以下の式に書き換えられる。

$$ROA_{int} = \frac{\text{当期純利益} + \text{税引後支払利息}}{\text{資産合計}}$$

$$ROE = \text{財務レバレッジ寄与率} + ROA_{int}$$

$$\text{財務レバレッジ寄与率} = \left(ROA_{int} - \frac{\text{税引後支払利息}}{\text{負債合計}} \right) \times \text{負債比率}$$

「財務レバレッジ寄与率」とは財務レバレッジと税引後支払利息のバランスを表す。例えば、借入のない企業では支払利息はゼロとなり、 $ROE = ROA_{int} \times \text{負債比率}$ となる。一見すると、コストが減少して ROE が増えるように思える。借入がなければ負債は減少し株主資本が増加するため負債比率は低くなる。結果、レバレッジ (槌) が逆作用するため ROE は減少する。反対に借入の多い企業では、支払利息が多くなり稼いだ ROA_{int} が食われることになる。しかし、負債比率が高くなりレバレッジ 即ち槌子の原理が効果を存分に発揮して ROE に寄与する。借入を増やすと支払利

息は増えるが、負債比率も上昇する。 $(ROA_{int} - \frac{\text{税引後支払利息}}{\text{負債合計}})$ が減少してもレバレッジが効

いて、財務レバレッジ寄与率が増加する。その結果 ROE が増加する。このバランスつまり財務戦略の ROE への貢献は大きい。

グラフを見ると ROE は財務レバレッジ寄与率に連動しやすい。良くも悪くもレバレッジの効果が大きい。つまり財務判断の ROE への影響が大きい。資金調達を内部留保に頼るか、株式発行にするか、借入を増やすかで ROE は大きく変動する。ROE は資金調達の選択に強い影響を受け、同時に株価判断の重要な指標の一つでもある。さらに株価は資金調達の判断に影響するという循環の輪になっている。企業の財務戦略における ROE の意味するところは大きい。

ここで、我が国が誇る世界のトヨタ自動車の ROE を見てみよう。以下の表で明らかなように、ROE はたった 8 個の会計科目から算出できる。下記の表の左半分は有価証券報告書から抜粋した会計科目で、右の表には 2020 年 3 月期 (FY2019) の ROE と ROE を構成する重要性の高い項目を記載した。

トヨタ自動車					
(単位：百万円)	FY2018	FY2019	ROE 算出 項目		
			デュポン式		レバレッジ効果
	30,225,681	29,929,992			
支払利息等	28,078	32,217			
税引前当期純利益	2,285,465	2,554,607	ROE	9.93%	ROE
法人税等	659,944	683,430	ROA	3.97%	ROA _{int}
当期純利益	1,882,873	2,076,183	当期利益率	6.94%	税引後支払利息/負債合計
負債合計	31,371,739	31,438,585	総資産回転率	0.572	負債比率
純資産合計*	20,565,210	21,241,851	株主資本比率	39.96%	財務レバレッジ寄与率
資産合計	51,936,949	52,680,436	(左表出所) EDINET		

(注*) 株主資本

トヨタの ROE は、9.9% と国際水準から考えると決して高くはないが、我が国企業としては申し分のない水準である。同社でも財務レバレッジ寄与率が 5.9% と、ROA_{int} を上回る高水準を稼ぎ出している。

$\frac{\text{税引後支払利息}}{\text{負債合計}}$ が 0.08% と ROA_{int} に僅かなマイナスに留まり、レバレッジ効果が大きい。

低金利は世界的に長らく続いており、現在のコロナ禍では金利を逆方向に切り返すのは難しい。もっと大胆にレバレッジを効かせてほしいものであるが、目下自動車業界が世界規模のパラダイム・シフトの入り口に立っている事を考えるとこれが良いバランス処なのだろう。今後、待ち受けている変化に対応するにはいくら潤沢な資金があっても事足りるとはいかないだろう。今後のトヨタの財務戦略に期待したい。

参考文献

1. Higgins, Robert C., "Analysis for Financial Management", IRWIN, 1992 (訳書: ロバート C・ヒギンス、『ファイナンシャル・マネジメント—理論と実践』ダイヤモンド社、1994 年)

2. 目崎美和子、『ROE を活用する企業評価・財務戦略 事例で学ぶ理論と実際』中央経済社、2002 年