

ビジネスクリエーター研究学会第17回大会自由論題報告

ROEの評価方法についてのちょっとした疑問

2016年11月13日

日経メディアマーケティング（株）

古山徹

furuyama@nikkeimm.co.jp

November 8, 2016

本日の内容

- 1. 問題の所在
- 2. 疑問その1について
- 3. 疑問その2について
- 4. 要するに

1. 問題の所在

➤ 僕が常々疑問に思っていること

➤ その1

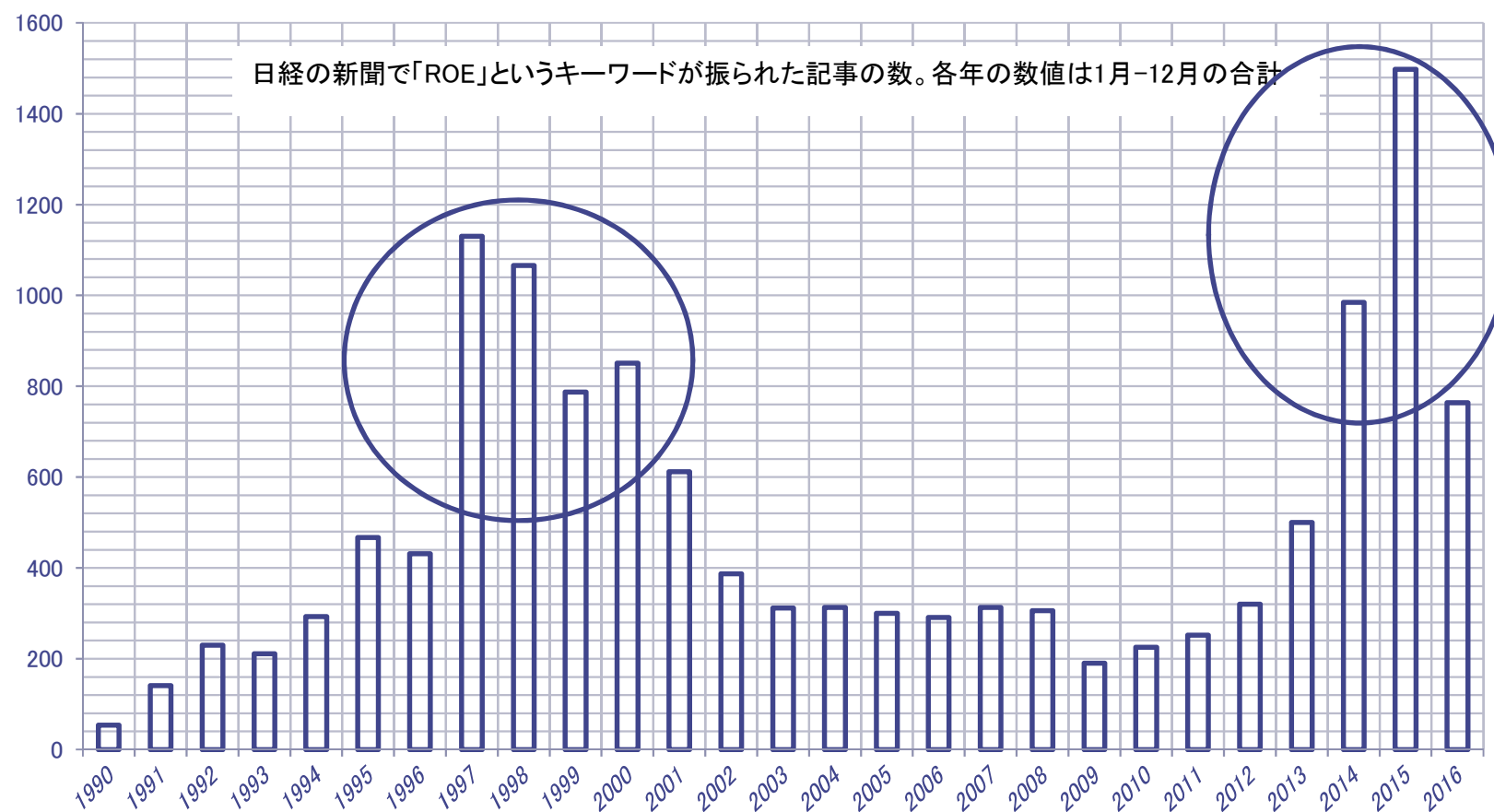
ROEはなぜ経営指標として重視されないのか

➤ その2

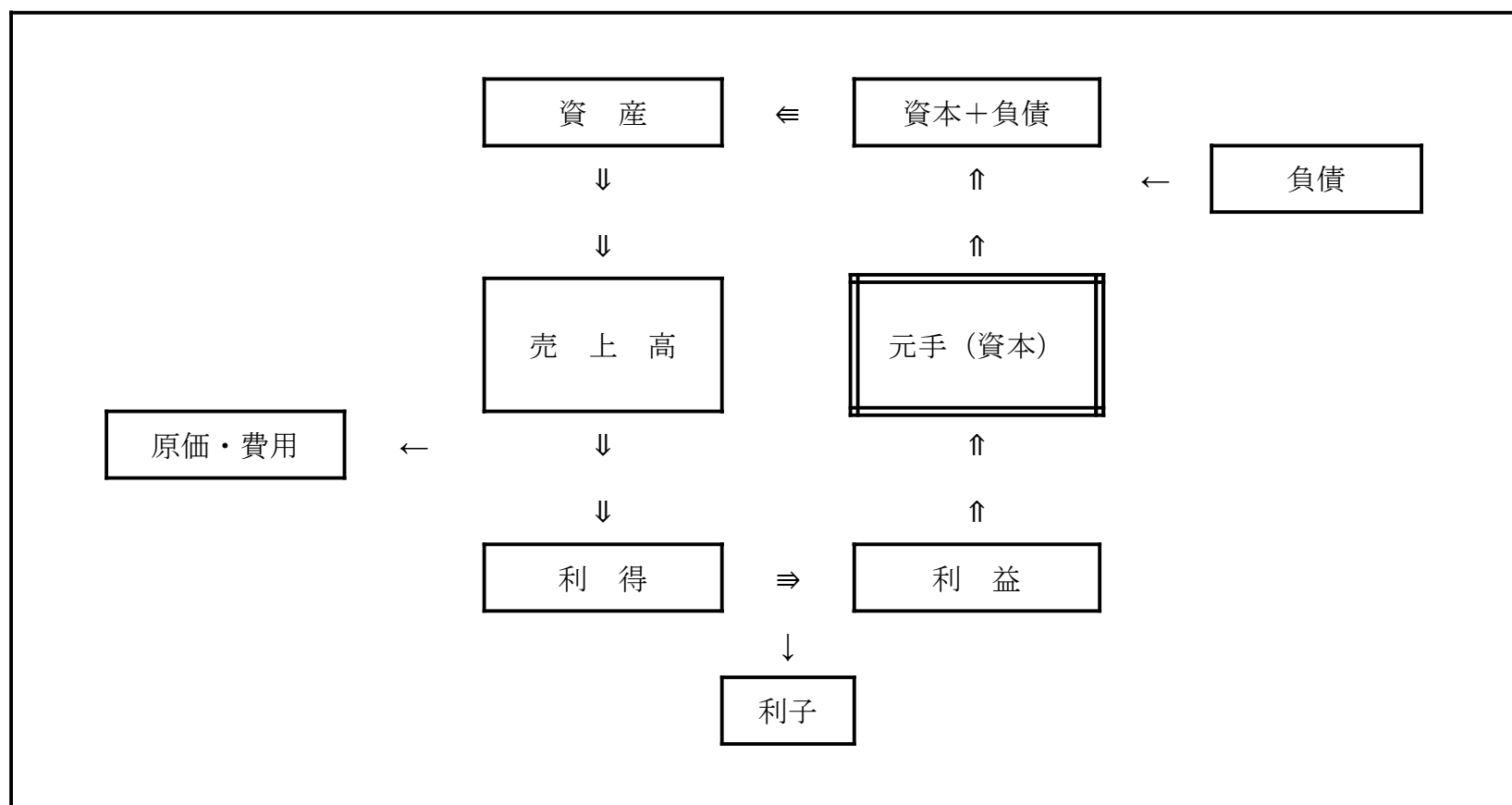
日本企業のROEが低いのはマージンが低いからという分析は正しいのか

2. 疑問その1について

■図表1 ROEの注目度の推移



■図表2 ビジネスにおけるお金の流れ



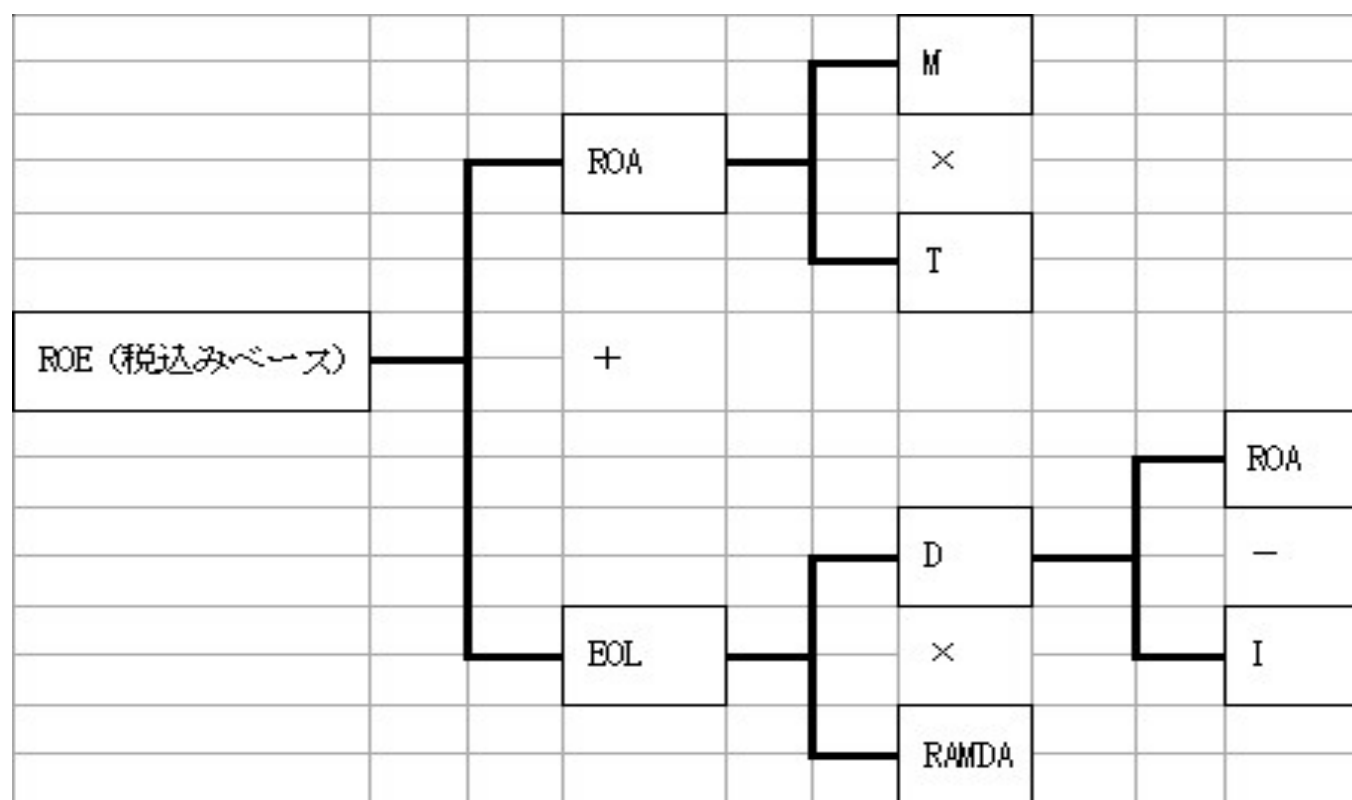
■図表3 ROEの分析体系の考え方

ROE分析体系におけるROAとEOLの関係

ROEへの貢献	<u>純リターン</u>	<u>総リターン</u>	<u>貸借対照表</u>		<u>コスト</u>
$EOL = D \times RMDA$	$D = ROA2 - I$	ROA2	<u>総資産</u>	<u>負債</u>	I
$ROA = ROA \times 1$	$ROA - 0$	ROA1		<u>資本</u>	<u>なし</u>

ただし、I=負債利率

■図表4 ROEBTの分析体系



➤ それぞれの指標の計算式は、以下の通りである。

- ROE(税込みベース)(%) = 税引前当期純利益 ÷ 純資産合計(期首期末平均) × 100
- ROA(%) = 利払前税引前当期純利益 ÷ 資産合計(期首期末平均) × 100 ただし、利払前税引前当期純利益 = 金融費用 + 税引前当期純利益
- M(%)【売上高利払前税引前当期純利益率】= 利払前税引前当期純利益 ÷ 売上高 × 100
- T(回/年)【総資産回転率】= 売上高 ÷ 資産合計(期首期末平均)
- I(%)【負債利子率】= 金融費用 ÷ (資産合計(期首期末平均) — 純資産合計(期首期末平均)) × 100
- RAMDA(倍)【負債比率】= (資産合計(期首期末平均) — 純資産合計(期首期末平均)) ÷ 純資産合計(期首期末平均)
- D(%)【負債運用利鞘】= ROA — I
- EOL(%)【負債運用効率】= D × RAMDA

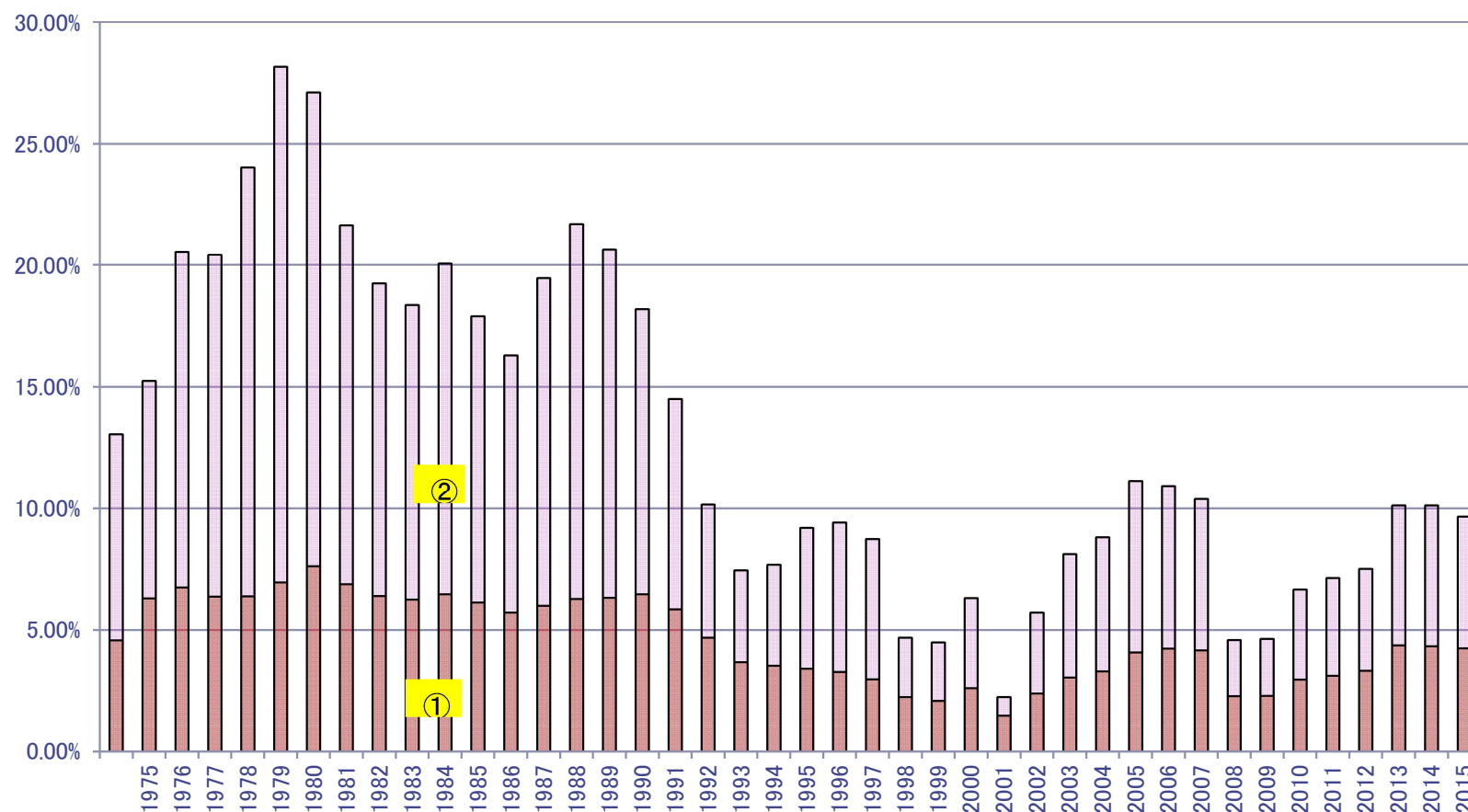
出所：森脇[2002]より

◎疑問その1に対する答え

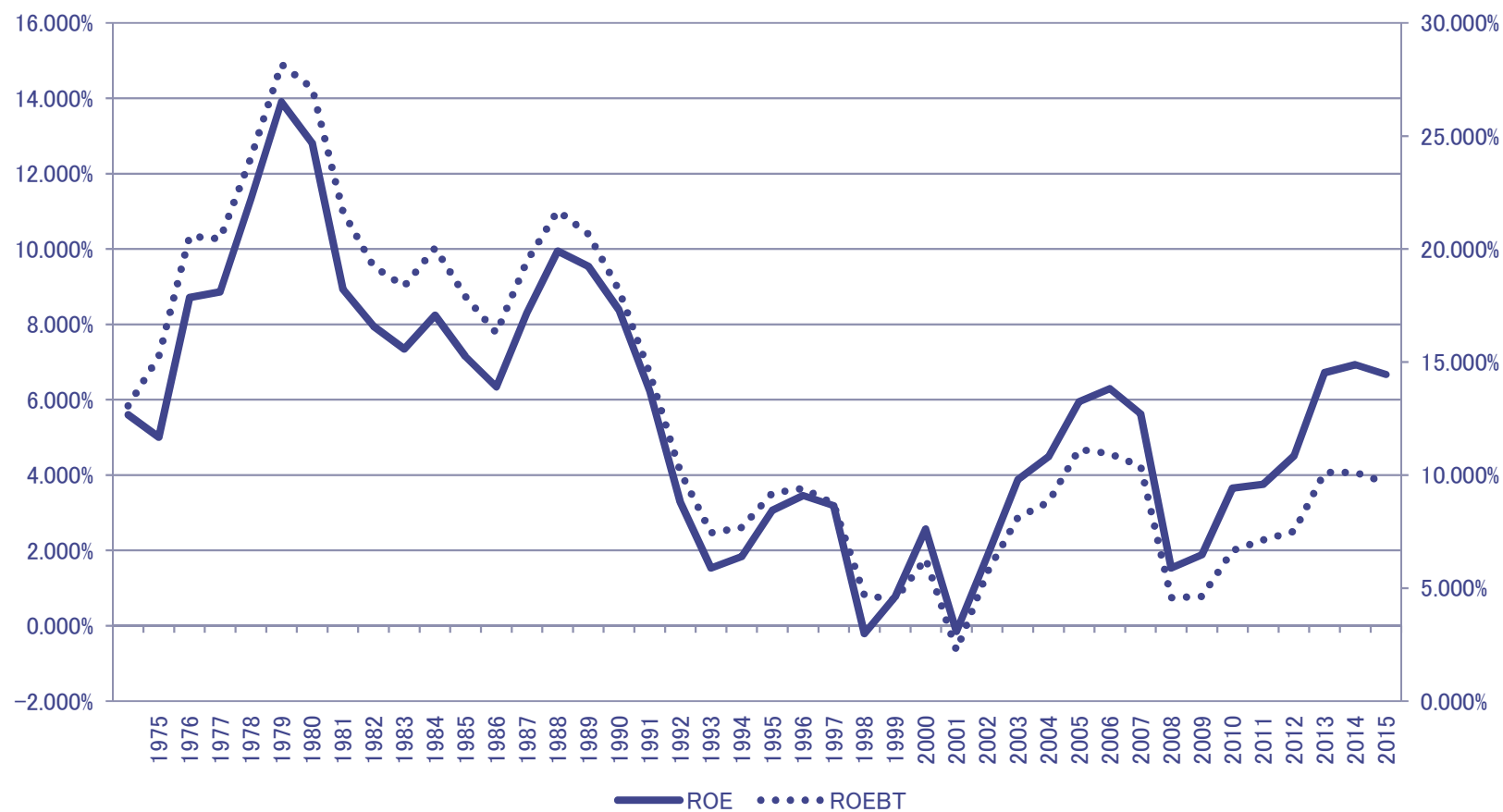
- ビジネスサイクルを的確にとらえて評価を行うためには、ROEをデュポン等式ではなく、次の式で分解して考えるべきである。
 - $ROEBT = ROA + (ROA - I) \times \lambda$
 - ※ここではこの式をMoriwakiと呼ぶ
- 一般的なデュポン等式
 - 自己資本純利益率(当期純利益／自己資本)＝売上高純利益率(当期純利益／売上高)×総資本回転率(売上高／総資本)×財務レバレッジ(総資本／自己資本)
- しかしながら、ROEの分解式として広く用いられているのは、デュポン等式である。このことが、ROEはビジネスプロセスを反映していない。ROEにはビジネスプロセスの重要な要素(ROA、金利など)が含まれておらず、ROEだけを見ているだけでは企業の評価はできないと思われる。

3. 疑問その2について

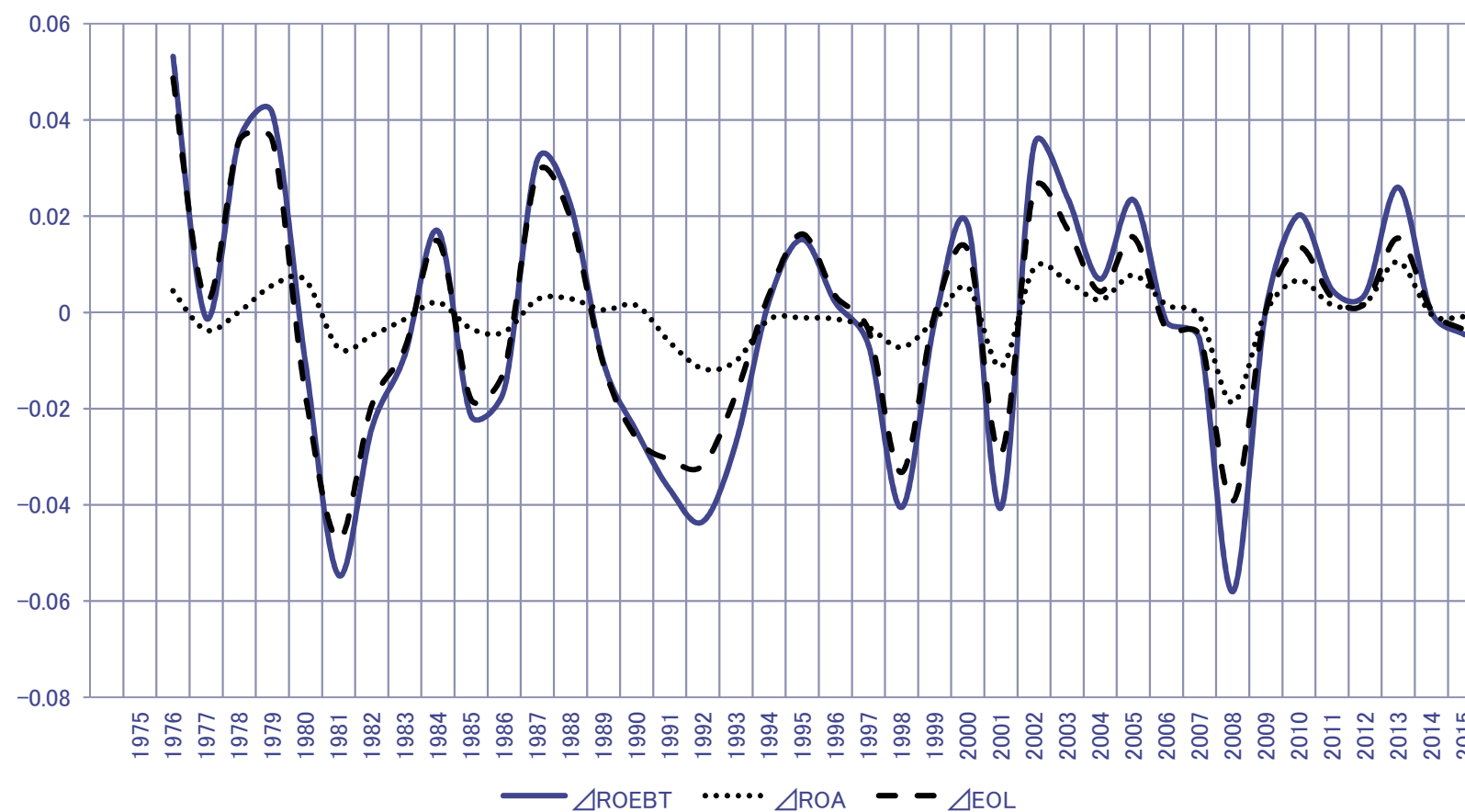
■図表5 日本企業のROEBTの内訳（法人企業統計から）



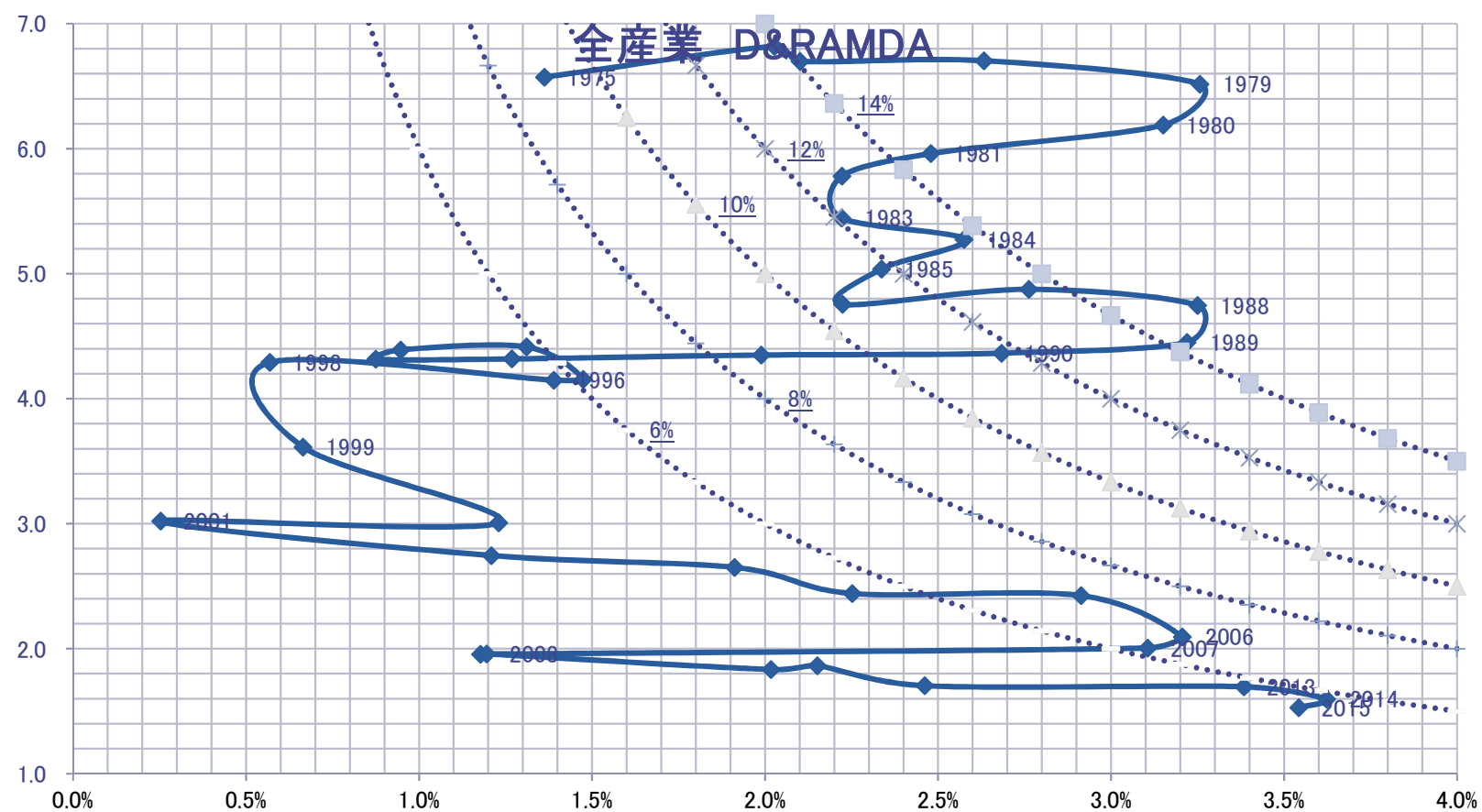
■ 図表6 ROEとROEBTの推移



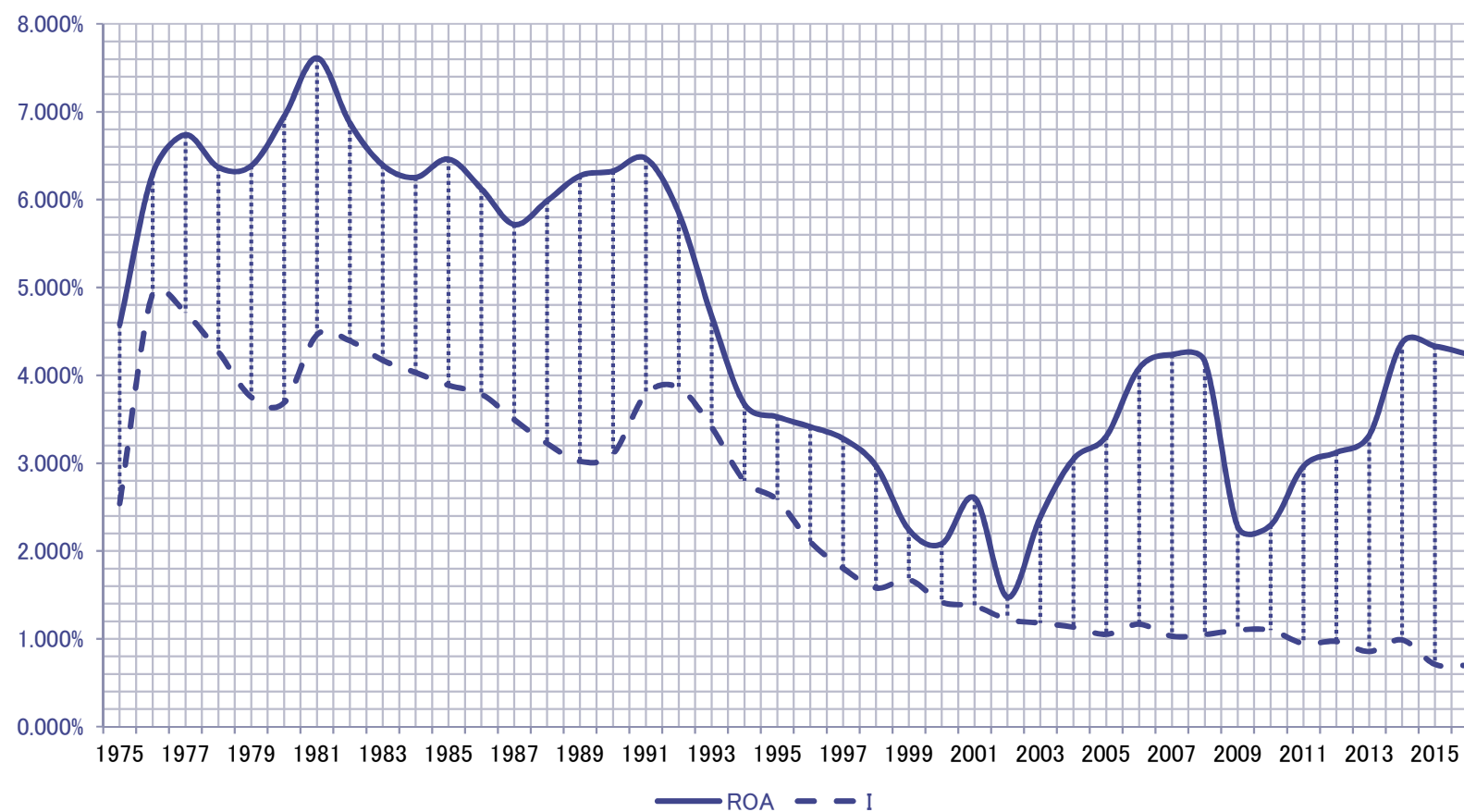
■図表7 Δ ROEBT、 Δ ROA、 Δ EOLの推移



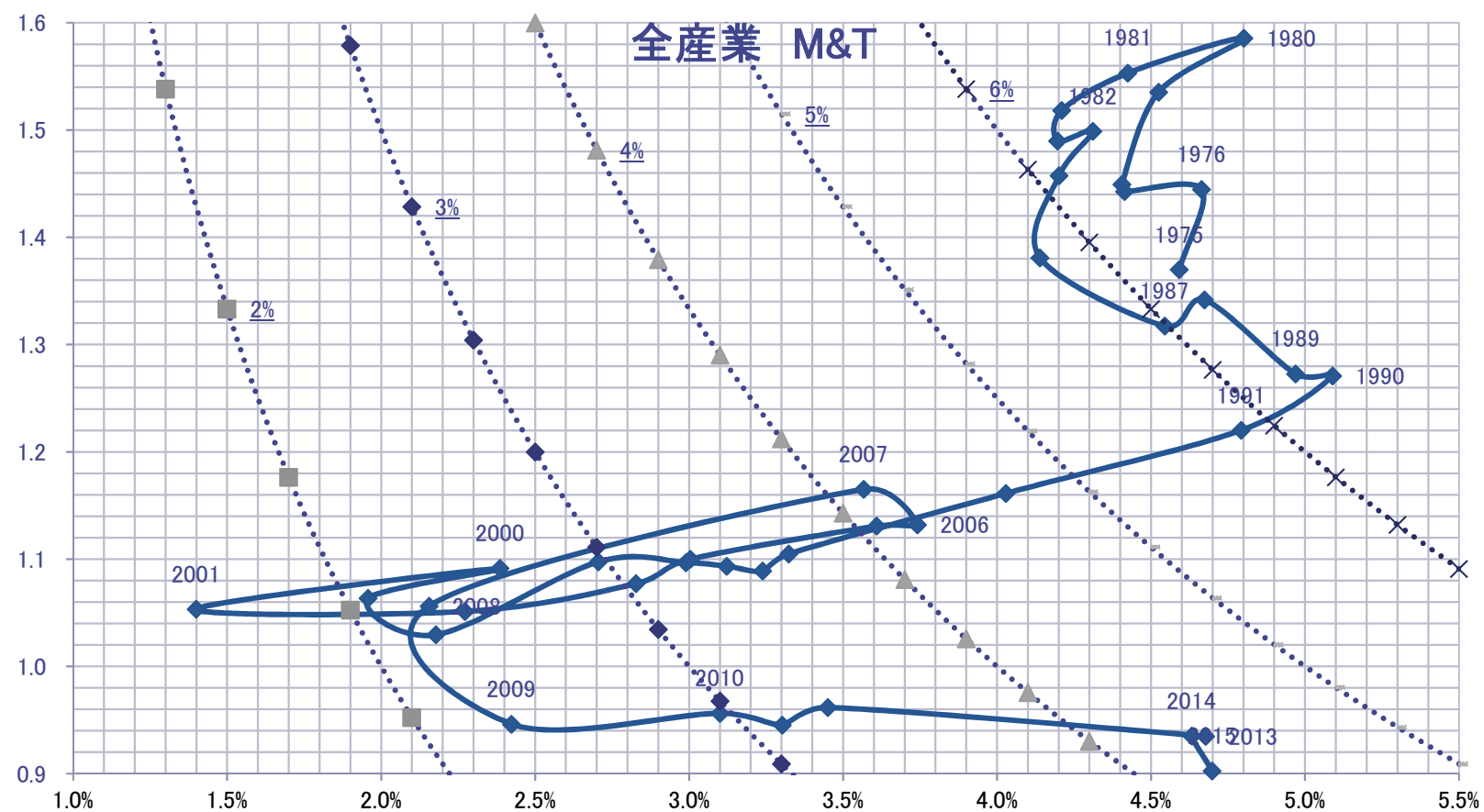
■図表8 EOLの内訳（DとRAMDAの関係）



■図表9 ROAとIの推移



■図表10 ROAの内訳（MとTの関係）



■図表11 Moriwakiの分解式の要素ごとの寄与率など

分類	期間区分	%ROA	%EOL	%△ROA	%△EOL	%eD	%eRAMDA	%e both	%△ROA	%△I	%e△M	%e△T	%eboth
製造業	全期間	41.746%	58.254%	131.036%	-31.036%	6592.910%	-1369.121%	-5123.790%	-34.075%	134.075%	20.785%	82.506%	-3.291%
製造業	-1999	39.268%	60.732%	55.058%	44.942%	3.324%	98.862%	-2.187%	19608.359%	-19508.359%	95.769%	11.286%	-7.055%
製造業	2000-	49.336%	50.664%	44.347%	55.653%	178.457%	-16.178%	-62.279%	81.326%	18.674%	117.647%	-6.891%	-10.756%
非製造業	全期間	31.399%	68.601%	24.380%	75.620%	-161.415%	134.928%	126.487%	-156.180%	256.180%	-22.496%	112.831%	9.665%
非製造業	-1999	29.131%	70.869%	30.524%	69.476%	85.936%	40.439%	-26.375%	399.753%	-299.753%	78.840%	45.468%	-24.308%
非製造業	2000-	38.780%	61.220%	45.068%	54.932%	618.305%	-93.039%	-425.266%	71.911%	28.089%	144.303%	-18.991%	-25.312%
全産業	全期間	35.174%	64.826%	36.674%	63.326%	-405.059%	194.199%	310.860%	-93.979%	193.979%	-7.142%	104.706%	2.436%
全産業	-1999	32.975%	67.025%	39.108%	60.892%	69.979%	61.529%	-31.507%	603.266%	-503.266%	85.746%	33.430%	-19.177%
全産業	2000-	42.086%	57.914%	41.737%	58.263%	345.100%	-45.983%	-199.117%	75.011%	24.989%	135.022%	-14.593%	-20.429%

■図表12 デュポンの分解式の要素ごとの寄与率など

分類	期間区分	%e△ROA*	%e△レバレッジ	%e both	%e売上高利益率	%e総資産回転率	%e both
製造業	全期間	-712.792%	344.396%	468.396%	156.704%	-18.109%	-38.595%
製造業	-1999	390.128%	-38.219%	-251.909%	116.421%	-1.893%	-14.528%
製造業	2000-	-3796.490%	1422.120%	2474.370%	140.404%	-11.735%	-28.668%
非製造業	全期間	-517.383%	255.460%	361.923%	233.552%	-30.995%	-102.557%
非製造業	-1999	-2224.996%	798.366%	1526.630%	205.770%	-21.434%	-84.336%
非製造業	2000-	-465.390%	240.814%	324.576%	228.681%	-31.522%	-97.159%
全産業	全期間	898.300%	-199.936%	-598.364%	169.069%	-11.398%	-57.671%
全産業	-1999	88.351%	46.176%	-34.527%	90.281%	29.910%	-20.191%
全産業	2000-	193.200%	-5.889%	-87.312%	119.030%	-1.020%	-18.010%

◎疑問その2に対する答え

- Moriwakiの分解式を用いて日本企業のROE(法人企業統計全産業合計)の時系列分析を行うと、日本企業のROEの低下はレバレッジ効果の縮小によるものであることが分かる。日本企業のROEの問題点は、マージンの低さではなくレバレッジにあると考えられる。
- DおよびMは1975年以降で最も高い水準にあり、これらを問題視することは正しくない評価のように思われる。
- ROAとIの相対的な関係でDが決まるとすれば、ROAの絶対水準は問題ではない。

- 図表11、図表12にMoriwakiとデュポンの分解式の要素ごとの寄与率などを示した。
 - 図表11からは、日本企業のROEがレバレッジによって決まっていることが分かる。
 - 一方、図表12からは日本企業のROEはROA * とマージンに依存していることが分かる。
- 分解式によってROEの評価は異なる。広く用いられているデュポンの分解式による評価がROEの評価として受け入れられているがそれは必ずしも正しいものではない。

4. 要するに

- このように見てくると、ROEが重要な財務指標としての認識を得られていないこと、ROEの問題点が正しく認識されていないことは、デュポンの分解式がROEの分解式として用いられていることが影響していると考えられる。
- Moriwakiの分解式を用いれば、ROEはビジネスプロセスに合致した指標と考えられ、ビジネスプロセスの重要な要素であるROAや金利を含んだ概念であることがはっきりと認識できる。それにより、ROEの重要度は今まで以上に高くなると考えられる。
- また、日本企業のROEの問題点についてもMoriwakiの分解式で評価すればレバレッジにあることが明らかであり、日本企業がリスクを回避しすぎていることが、ROEが上昇しない原因になっていることが分かる。