



# M I G A コ ラ ム

## 「世界診断」

2016年8月1日

### 日本企業のROE、財務体質、株主還元、株式パフォーマンス

－ 日米欧企業の比較を通じた特徴と課題 －

藤田 純孝

明治大学国際総合研究所(MIGA)フェロー  
日本 CFO 協会理事長



1965年伊藤忠商事入社。95年取締役業務部長、97年常務取締役、99年専務取締役 CFO、2001年取締役副社長 CFO、03年取締役副社長職能管掌(兼) CFO(兼) COO、06年取締役副会長、08年相談役、11年理事(現任)。07年オリエントコーポレーション社外取締役、08年古河電気工業社外取締役(現任)、09年日本板硝子社外取締役、10年NKSJホールディングス社外取締役、11年日本 CFO 協会理事長(現任)、12年オリンパス社外取締役(現任)。

日本企業の株価パフォーマンスを過去約25年間で米欧と比較すると資料-1図の如く1989年を1とすると米・独は約4~5倍、英・仏は約2~3倍に対して日本企業は略々flat(1以下)となっており日本株の劣位は歴然である。(2015年は少し上昇したが、2016年に入り再度下落。大きなトレンドとしては上記の通りである)

その背景の要因として資本効率を見てみると日本企業(TOPIX 銘柄ベース)は過去30年間の平均ROEは5%とのデータがある。一方、日本企業の株主資本コストが6~7%であるとするれば資本効率的には株主資本コストもカバーできていなかったことを意味し、上記株価パフォーマンスの悪さとの相関が見て取れる。ここ数年の各国企業のROE比較は資料-2図の通りで、最近においても日本企業の相対劣位は変わっていない。

(資料-1)



(資料-2)

各国企業のROE

	2011年 12月	2012年 12月	2013年 12月	2014年 12月	2015年 12月
日本 (TOPIX銘柄ベース)	5.3	5.7	6.8	6.5	7.7
米国 (S&P500銘柄ベース)	15.0	13.6	15.3	15.1	12.1
英国 (FTSE100銘柄ベース)	16.0	9.4	12.6	15.7	9.7
中国 (上海総合企業銘柄)	15.3	13.9	14.0	13.7	11.0
世界平均 (MSCIワールド銘柄ベース)	11.7	10.8	12.1	12.4	9.5

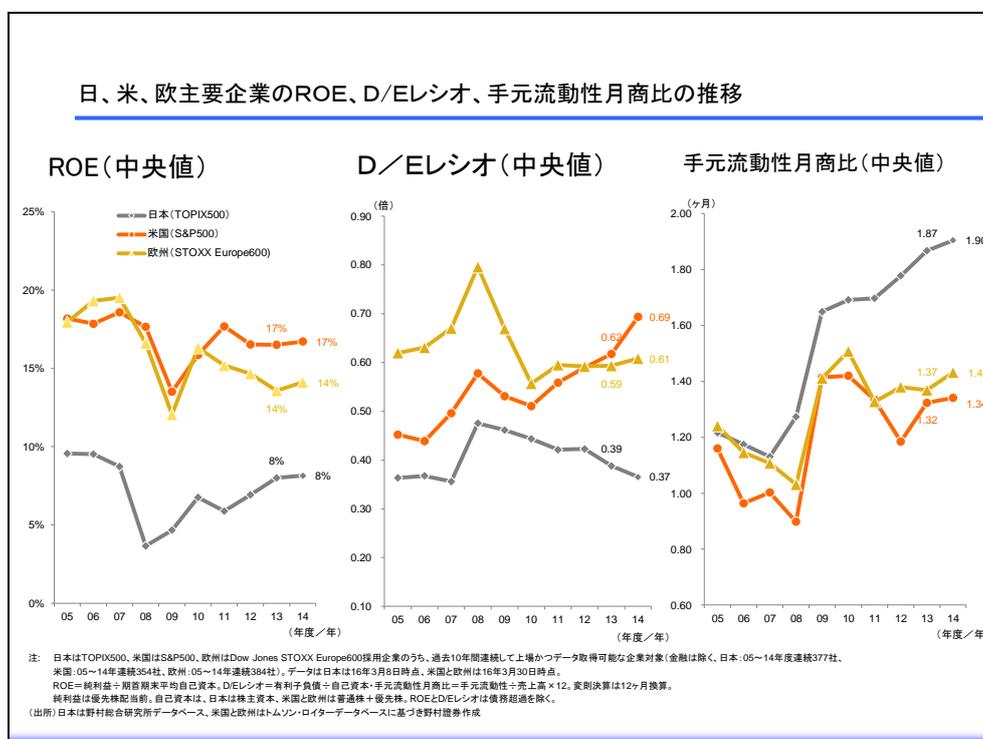
(出所: Bloomberg)

これを少し異なった視点で、日米欧主要企業の ROE、D/E レシオ、手元流動性月商比で比較すると下記の資料-3 図の通りとなる。

直近で比べると ROE では日本企業は中央値で約 8%と欧の約 14%、米の約 17%に対して劣位にあるが、負債資本比の D/E レシオでは日本は 0.37 と欧の 0.61、米の 0.69 に対して財務体質的には優良と言える。この傾向は手元流動性月商比でも同様で米の 1.34、欧の 1.43 に対して日本は 1.90 と厚い手元流動性を持っていることがわかる。

日本企業の ROE の低さについてはレバレジの差が主因との意見もあるが、ROE の構成要素たる財務レバレジ x 総資産回転率 x 売上高利益率の 3 要素を比較すると左記のレバレジと回転率はほぼ同じで差があるのは売上高利益率、すなわちマージンが日本は米欧に比べ半分以下でありこれが ROE の低さの要因であるとデータがあり、レバレジの差が要因ではないことがわかる。

(資料-3)



次に日米欧主要企業の株主還元の状態についてその総額及び配当性向・総還元性向の視点から見てみたい。

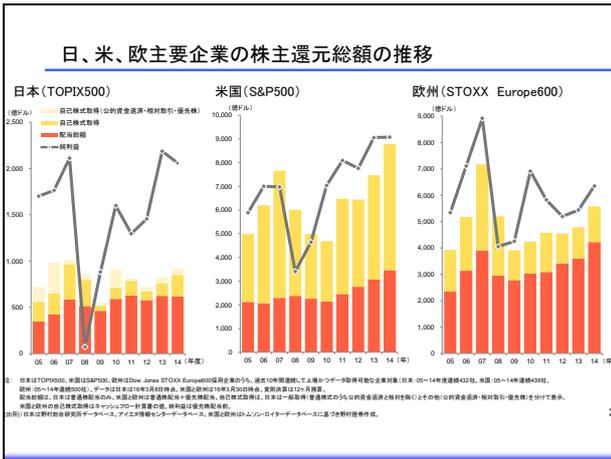
先ず、株主還元総額を見ると下記の資料-4 の通り日本企業は各期の純利益額に対する還元総額は米欧に比べて総額で非常に低く、かつ配当が株主還元の中心(殆んど)であるのに対して、米も欧も純利益の殆んどを株主還元にあわせていることがわかる。また、米は株主還元の過半が自己株取得によるものであることも特徴である。一方、欧は日本企業と同様、配当が株主還元の中心となっている。

次に、配当性向(配当額÷純利益)及び総還元性向((配当額+自己株取得)÷純利益)の推移をみると下記資料-5図の通りとなる。

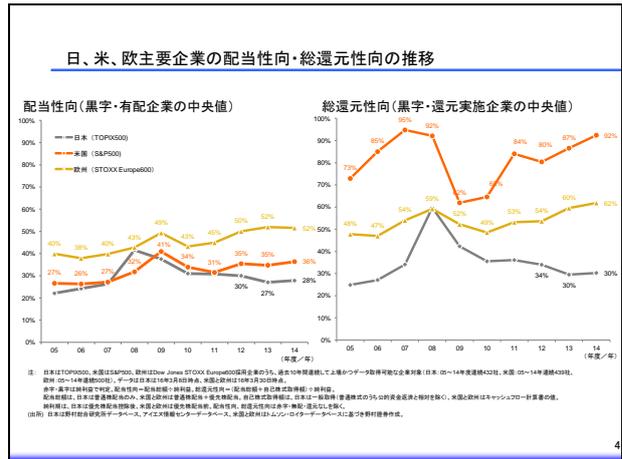
配当性向は日本企業(28%)は米(36%)とほぼ同水準であるが、欧は52%と日本より高く、04年以降40~50%で推移している。他方、総還元性向をみると日本は米・欧に比べ明らかに低い。(米92%、欧62%、日30%)

また、07~08年約90%であった米の総還元性向は09~10年に約60%まで低下したが14年は再び90%台へ上昇した。

(資料-4)

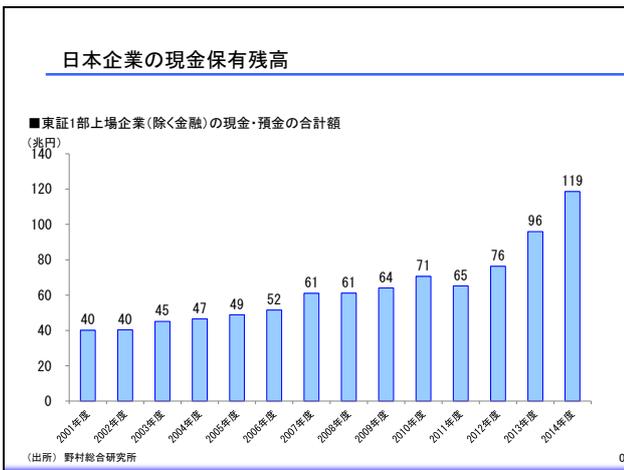


(資料-5)

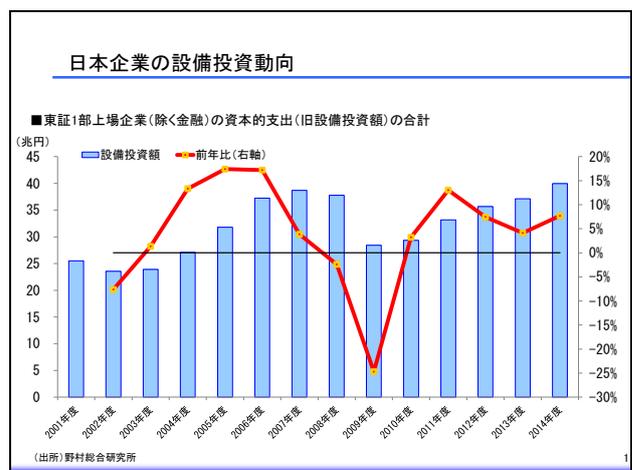


少し視点を変えて日本企業の設備投資動向と現金保有残高状況を見てみると下記の資料-6図及び資料-7図の通りで先ず日本企業が保有する現金は2014年度で119兆円と史上最高水準に達しているのに対し、設備投資は2014年度でも前年比小幅増加の程度である。また、時価総額に対する現金の保有率は日本企業は米・欧に比べて過去10年の趨勢として約2倍であるとのデータもある。

(資料-6)



(資料-7)



上記より日本企業は、資本効率は ROE でみる限り米欧に比べ低いが計上した純利益を Cash out せず、成長のための再投資もあまりせず、株主還元(配当、自己株取得)にも消極的で、手元に現金を置いているとの側面が読み取れる。

結果的に日本企業は内部留保も相対的に厚く、財務体質的にはより健全である側面を持ち、また、最適資本構成のあり方の観点からは金融危機や緊急時の資金需要に備える意味での抵抗力を持つとの特徴を有する。

しかし、これを投資家の視点で見れば成長もあまり期待できず、ROE は低く、成長機会が少ないならば株主還元すべきだがそれもあまり期待できない、従い積極的には投資できない、換言すれば株式市場としては魅力薄、従い産業を成長させるリスクマネーも入らないという悪循環を招いている恐れがある。資本市場への資金流入は企業活動を助け、新規産業の育成や経済発展の原動力となることを考えると日本経済にとっても大きな課題と言える。企業の稼ぐ力を原動力に国の競争力を高め、日本を再興させることを狙ってここ一兩年緒に就いた日本企業のコーポレートガバナンス改革の今後の課題の一つであろう。