

## 日本株ファンドマネージャーの視点

### 『日本企業の低ROEが継続してきた3つの理由』

※このレポートでは、日本株ファンドマネージャーが注目しているトピックなどを毎週お届けします。

「ROE（自己資本利益率）等の効率性を表す比率で評価する限り、わが国企業は米国企業に比較して長期的に低いのである（中略）ではなぜROEが低くなってきたのであろうか。その原因としては効率の悪い投資を行ってきたことも考えられるが、むしろ企業の資本コスト概念の欠如によるものが大と思われる。株価最大化となるような最適な設備投資より過剰な投資が行われ結果としてROAが低まり、さらにROEも低まった訳である。」\*これは、ROEに関する議論を反映した最近の文章のようにみえますが、実は1998年に書かれたもので、この中で日本企業の低ROEが指摘されてから約20年が経過しています。

この20年あまり、コーポレートファイナンスに関する書籍や教育機会が充実したことで、教科書上の知識としては資本コストという概念が理解されるようになりました。それにもかかわらず、日本企業の低ROEは未だ解消されていません。私は、数十年間にわたって低ROEが続く背景には、日本企業特有の3つの問題点があると考えています。

最も深刻な問題点はエクイティガバナンスが効かないことです。企業が資金調達を行う場合、株主や債権者といった資金提供者に対し、企業の経営チェックや規律付けを行う権限が与えられます。例えば株主には株主総会での議決権が与えられます。しかし、日本では株式持ち合いと親子上場が先進国では考えられないほど多いため、企業価値の最大化を目的としない株主が多数存在し、エクイティガバナンスが実効性の低いものとなっています。その結果、例えば上場子会社においては、子会社の現金が親会社の高リスクな金融事業に利用されるケース、親会社出身の経営者が子会社の成長率を損なうケース、自社株買いが自由にできないことや低い配当性向から株主資本余剰となるケース、など様々なROE抑制要因が生じています。

2つ目の問題点は内部留保の最大化です。最近是一部で変化の兆しがありますが、これまで多くの日本企業はROEよりも内部留保の最大化を目指してきました。その象徴的な例は株主資本余剰にもかかわらず株価上昇時に増資を実施する企業や、株主還元には消極的な企業です。もともと日本企業はメインバンク制をとっていたため、株主価値よりもメインバンクとの関係を重視していた期間が長く、どちらかと言えば内部留保を最大化する経営が培われました。こうした経営方針は安定配当の重視など様々な形で今も根強く残っており、低ROEの一因となっています。また、貯蓄を奨励する習慣、自己資本という誤解を生みやすい言葉を用いている点、など日本の文化や言葉も内部留保の最大化を支えてきたとみています。

3つ目の問題点は既存正社員の待遇最大化です。日本ではCEO（最高経営責任者）がその企業の従業員から輩出される傾向があることもあり、従業員の待遇最大化が重視されてきたと考えられます。もちろん従業員満足度の高い企業のほうが投資先として良い傾向にはあるのですが、年功序列・終身雇用の維持を目的として、非効率なM&Aを実施したり、可能性の乏しい新規事業に巨額の資金を投じたりすることで、ROEが低下した企業は少なくありません。そもそも年功序列・終身雇用は高齢化と生産年齢人口比率の減少という人口動態下においては非合理的な人事制度であり、それ自体がROEの抑制要因になっている可能性があります。

このように、日本企業のROEが改善するかどうかを見極めるには、エクイティガバナンスが効く株主構成か、企業が内部留保の最大化を目指していないかどうか、既存正社員の待遇最大化を目的とした経営が行われていないかどうか、という3点が重要だと考えています。まだまだ、旧来型の考えを持っている企業も多く、私は日本株式全体としてROEが急改善するという論調には否定的ですが、一部では経営方針や株主構成が変化している企業もあり、こうした企業はROEの改善を通じてTOPIXをアウトパフォームできる可能性が高いとみています。

<参考文献> \*黒田晃生・米沢康博・新保恵志・広田真一(1998)  
『企業財務戦略ビッグバン—コーポレート・ファイナンスの再構築』東洋経済新報社

株式運用第一部  
上石 卓矢

■当資料は情報提供を目的として大和住銀投信投資顧問が作成したものであり、特定の投資信託・生命保険・株式・債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料は各種の信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に記載されている今後の見通し・コメントは、作成日現在におけるレポート作成者の判断に基づくものであり、事前の予告なしに将来変更される場合があります。■当資料内の運用実績等に関するグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。■当資料内のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。



## 大和住銀投信投資顧問

Daiwa SB Investments

大和住銀投信投資顧問株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第353号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会