

特別講演

コーポレートガバナンス・コードの制定と ROE 活用の是非

櫻井通晴

<論文要旨>

政府は 2016 年 6 月に、コーポレートガバナンス・コードを発表した。そのコーポレートガバナンス・コードの理論的支柱の 1 つが 2014 年 8 月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」(以下、「伊藤レポート」)である。伊藤レポートでは、日本企業の経営者は「最低限 8% を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべき」であると提言した。本稿の目的は、この伊藤レポートに従って日本企業が ROE 8% を上回る目標を設定することの是非を明らかにするとともに、日本企業が今後取るべき対策を提案することにある。

<キーワード>

自己資本利益率 (ROE), 株主, 目標利益, コーポレート・ガバナンス, 「伊藤レポート」

Establishment of Corporate Governance Code and Problems of ROI's Use

Michiharu Sakurai

Abstract

Japanese Government announced Corporate Governance Code on July 2016. One of the theoretical support of this corporate governance code is known as Itoh Report. Itoh Report offered that Japanese corporations should commit ROE over 8%. The recommendation gives shareholders too much benefits, but it has possible risk of distorting continuous development of Japanese corporation. This paper ends up by suggesting countermeasures for Japanese corporations.

Keywords

ROE, Shareholders, Corporate Governance Code, Itoh Report, Shareholder

1. 本稿の目的

政府は、2016年6月に、日本企業におけるコーポレート・ガバナンスを高めるべく、コーポレートガバナンス・コードを発表した。その2年後の2018年6月には、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードの改訂にかかわる有価証券上場規定の一部改正を行っている。

そのコーポレートガバナンス・コードの理論的な支柱の1つになったのが、2014年8月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクト（以下、伊藤レポートと略称）である。

「伊藤レポート」では、日本企業の経営者はROE（return on equity; 自己資本利益率）を「最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべき」¹であると提言している。この「伊藤レポート」はその後、小口(2015)によって、コーポレートガバナンス・コード、スチュアードシップ・コードと並ぶガバナンス改革の3本の矢の1つであると称されたほどの企業に対する強い影響力を発揮した報告書である。これら3本の矢のうち、スチュアードシップ・コードは機関投資家に対して求められる行動規範であるので、本稿ではいわゆる「伊藤レポート」と、その後に発表された「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」（いわゆる「伊藤レポート2.0」）の2つが考察対象になる。

コーポレートガバナンス・コードは、強制力をもたないソフトロー²の1つである。とはいえ、この「伊藤レポート」で記載された“ROE8%をコミットすべきだ”とする文言は、日本の上場企業に多大な衝撃を与えることになった。それではなぜ「伊藤レポート」が上場企業の企業経営者に大きな衝撃を与えたのか。それは、次に述べる3つの理由による。

第1は、業績のいかんにかかわらず一律でROE8%以上の達成を求められても、日本企業には収益性の高い企業だけでなく低い企業もあるから、収益性の低い企業は困惑する。

第2は、ROEの特徴を熟知している経営者にとっては、ROEを企業の利益目標にすることが企業の持続的発展にとってマイナス要因になることへの懸念が強い。

第3は、企業が成長過程にあって多大な設備投資や研究開発投資、社員の研究教育投資を必要とする企業では、設備投資、研究開発、および将来の優れた人材の育成に支障をきたす恐れがある。

以上のような理由から、「伊藤レポート」を巡って、数多くの日本企業の経営者の間では疑問と戸惑い、および批判の声が広がっていったのである。

本稿の目的は、この「伊藤レポート」の提言に従って日本企業がROEを上回る目標を設定することが株主を過度に利するだけでなく、日本企業の持続的発展に何らかのひずみを齎す可能性を秘めていることを明らかにし、併せて、日本企業が今後取るべき対策を提案することにある。

2. 「伊藤レポート」とは何か

本稿の目的であるROEを日本が企業の利益目標にもつことの妥当性を検討するためには、まず初めに、「伊藤レポート」とはいかなる報告書で、そこでROEがどのように位置づけられ

ているかを明らかにしておく必要がある。

「伊藤レポート」は、(1)座長の伊藤邦雄教授による、基本的な問題意識とメッセージに続いて、(2)要旨、(3)プロジェクト参加者一覧、(4)本文、および(5)参考資料からなる。以下本項では、レポートの順序に従って、「伊藤レポート」の概要を明らかにする。

(1) 基本的な問題意識とメッセージでは、「1980年代までは、…短期志向の資本市場に対して多くの日本企業は収益を約束する一方、経営は長期的な視点で行う『ダブルスタンダード経営』が実践されてきた」としたうえで、「90年代半ば以降、この『よきダブルスタンダード』が『悪しきダブルスタンダード』に変わった」と断定している。そこでこの執筆箇所では、悪しきダブルスタンダードと決別するための方策として、「最低限8%を上回るROEを達成することに企業はコミットすべきである」と提案している。

(2) 要旨では、日本は世界で最もイノベーションの創出能力の高い国であるにもかかわらず、20年にわたって日本企業は「持続的低収益性」の経営を続けてきた。その低収益性を続けてきた原因は、日本企業がとってきた「短期主義経営」がもたらした結果であると断定している。そして、このような低い収益性を放置すれば長期的資金が日本の市場に誘引できなくなるというのが、「伊藤レポート」の基本的なメッセージとなっている。

(3) プロジェクト参加者一覧では、伊藤邦雄（座長）のほか、その名前を一見して直ちに識別できるような有名企業の経営者・研究者・調査機関の委員（参加者）47名の名前と肩書が列記されている。過去の多くの政府関係機関に関わる委員会のなかでも、著名な委員をそろえたという点ではまさに圧巻である。

(4) 本文では、持続的成長と企業価値から始まって、対話・エンゲージメントに終わる12項目について、それぞれの項目ごとに論点をあげて、最後に提言・推奨を行うなど、整理の行き届いた内容からなる。ROEに関しては、12項目中3番目に取り上げられている。ROEと資本コスト、資本規律のタイトルの下で、①日本企業のROEがなぜ低いのか、②ROEに関しての投資家と経営者との間のミスマッチ、③日本企業で資本コストの理解が進んでいないことの問題、④高い水準の手元流動性と持続的成長の関係に関して、論点、議論と現状・エビデンス、提言・推奨の順で述べられている。

本文の総頁数が71頁（報告書全体では102頁）にもわたるため、すべての項目についてコメントすることは困難である。そこで以下では、基本的な問題意識とメッセージとは必ずしも同一の価値観に基づくとは思えない4項目に焦点を当てて、注目すべき内容について述べることにする。

第1は、企業価値というと、日本では株主価値と捉えられることが少なくない。しかし本報告書では、企業価値の概念を、①価値分配説・社会貢献説と、②価値創造説・社会的責任説の2つの見解の違いという観点から説明している。前者は企業価値を株主価値あるいは経済価値（時価総額またはDCF価値）と見る見解である。後者は、幅広いステークホルダー価値を高めることが経済価値を高め、安定雇用により優秀な人材の確保など競争力の向上につながるという見解である。

第2は、ROEは経営の結果であり、目的ではない(p.41)と述べている。事実、ROEを企業の目的にしようすると企業経営にムリが生じることから、日本企業だけでなく米国でもROEを企業目標にする企業はほとんど見られない。

第3は、経営の短期志向化との関連では、日本企業の短期志向性は見られない(p.75)としている。「基本的な問題意識とメッセージ」(pp.1-9)とは全く違って、株主重視の欧米企業とは

一線を画した、日本の経営実態に立脚した見解が明確に表明されている。

第 4 に、ROE を企業に押し付けようとする姿勢は、「基本的な問題意識とメッセージ」とは違って、本文では全く見られない。本文でとくに注目すべき点は、次の 3 点である。

① ROE を企業の目標とするのであれば、資本コストを超える ROE を目標にすべきである (p.40)。
 ②資本コストの水準については、投資家、経営陣の価値創造へのコミットメントなどによっても異なるから、ROE は個別企業の資本コストとの関係で決定されるべきものである (pp.44-45)。
 ③企業価値創造は ROE の向上とイコールではない (p.42)。

以上、委員長の伊藤教授による執筆担当箇所の「基本的な問題意識とメッセージ」とは全く違って、本文では企業が ROE に対処すべき妥当な方向性が明確かつ論理が一貫して記述されていることをみた。なお、「伊藤レポート 2.0」にも貴重な提言がなされているが、本稿では ROE との関係で見過ごせない「伊藤レポート」を直接の考察対象とする。

(4) 参考資料では、開催実績と議題、エビデンス・情報・意見の提供者が記述されている。また、委員会の開催実績では、委員会は 2013 年 7 月から 2014 年 7 月まで 16 回開催されている。加えて、エビデンス・情報・意見の提供者についてはその名称が記載されている。

3. 企業における目標利益の設定

日本企業の目標利益は、通常は、中期経営計画において設定される。利益計画では一般に戦略的な中期経営計画をにらみながらあるいはその一部として、社長の意を受けて経営企画部が中心になって企業の利益が確定される。利益目標は、正式に社長の承認を得たのちに、会社の役員や部長などの主要幹部から構成される経営戦略会議にかけられて、正式に確定される。日本企業では、企業の主要な目標利益として ROE を目標とする企業は、少なくとも「伊藤レポート」が発表される前まではほとんど見られなかった。日本企業では、後述するように、経常利益、売上利益率などによることが多い。他方、米国ではまた投資利益率 (return on investment; ROI) を目標利益とする企業が多い。とはいえ、米国でも ROE を目標利益とする企業はほとんど見ることはない。

3.1 企業が投資利益率 (ROI) を目標とすることの妥当性

1960 年代から 1970 年代にかけて、米国企業で最も多く用いられてきた財務尺度は ROI であった。ROI では、式 1 は式 2 でも表わされるように、売上利益率だけでなく資本回転率をも考慮されている。それゆえ、ROI は売上利益率による収益性だけでなく資本回転率による投資効率を考慮できるという意味で、米国企業では ROI をもって優れた総合的な業績評価尺度であるとされるときも、ROI が多くの米国企業によって活用されてきた。

$$\text{ROI} = \text{利益} / \text{投資額} \times 100 \quad (1)$$

$$= \text{利益} / \text{売上高} \times \text{売上高} / \text{投資額} \times 100 \quad (2)$$

$$\begin{array}{ccc} \uparrow & & \uparrow \\ (\text{売上利益率}) & & (\text{資本回転率}) \end{array}$$

ROI は、理論的には最高の業績評価尺度であると思われがちである。しかし、米国の主要

な管理会計研究者 (Solomons, 1965, pp.128–151; Mauriel and Anthony, 1966, pp.98–105; Dearden, 1969, p.126; Reece and Cool, 1978, pp.29–30, p.42)³ は、ROI の利用には批判的であった。彼らがROI を批判したのは、次の理由による。

- (1) 積極的な投資活動を行うとROI が低下するから、将来を見据えた積極的な設備投資をしにくくなる。
- (2) 研究開発投資の効果はすぐには現れないから、事業部長は積極的な研究開発への投資をしにくくなる。その結果、
- (3) 経済全体が沈下する危険性がある。

櫻井 (1983, pp.50–57) でもまた、以上の理由に加えて、米国とは違って急速な成長・成長過程にあった当時の日本企業がROI を企業の主要な利益目標として活用することは、日本企業の持続的発展を阻害するリスクがあることを指摘した。

米国の管理会計研究者による痛烈な批判にも関わらず、米国企業ではROI を利益計画の主要な目標とする企業が圧倒的に多かった (浅田, 1989, p.114)⁴。その理由は、企業が投資家のためにあるとする見解が強い米国では、他の評価指標と比較すると、投資家にとって望ましい利益目標としてROI が選ばれてきたからである。

本稿での主要な研究対象であるROEと比較すると、ROIの分母には自己資本だけでなく借入資本が含まれていることで、ROIとROEとでは決定的な違いがある。

3.2 バブル崩壊以降における日本企業の利益目標 (調査)

米国企業とは違って、1990年代までの日本企業では、投資家にとって望ましい利益目標は種々の目標の1つにすぎず、品質向上、生産性の向上、市場占有率の確保、顧客の獲得と確保、経営者と従業員の教育と啓発、社会的責任の遂行など、多角的な目標が尊重されてきた。その結果の1つが、世界に誇る日本製品の品質の高さであった、といえる。

1997年に実施した調査 (櫻井・伊藤, 1998) (調査対象企業185社;ただし、金融・証券を除く)によれば、日本企業が利益目標として用いていたのは、期間利益額 (136社:74%)、売上高利益率 (37社:20%)、ROI (6社:3%)、その他 (6社:3%)であった。

当時の日本企業では、投資家のための投資効率を軽視する傾向は、2000年以降も主要な日本企業においても見受けられている。そのことは、以下で述べる日本大学での調査や産業経理協会の調査で明らかである。

2004年に発表された日本大学での調査 (日本大学商学部会計学研究所, 2004, p.116)でのこれら3つの数値でもまた、実際に使用されているのは期間利益額 (93%)、売上高利益率 (1%)、ROI (1%)とされており、ROIは日本企業ではあまり活用されていないことが明らかにされた。

2012年に実施された産業経理協会「企業予算制度」調査研究委員会 (委員長:崎 章浩)の調査 (崎 (委員長)・企業予算制度研究会, 2018, p.199)では、予算原案作成上での部門の基本的目的で重視する目標が明らかにされている。それによれば、部門の基本的目標は、売上高 (76%)、売上高利益率 (52%)、投資利益率 (4%)、自己資本利益率 (5%)などとなっている。この調査は上記の2つとは違って、①部門の利益目標であること、②調査項目が多岐にわたり複数回答であることを勘案しなければならないが、日本企業の利益目標の動向を知る1つの調査資料として活用することができる。とくに、わずかな差とはいえ、ROIやROEが時を経るにしたがって次第に多くの企業で用いられるようになったことが注目される。このことは、日本

企業でも2000年以降、目標利益にも株主重視の傾向が高まってきたことを反映しているとみることができよう。

以上、いずれの調査でも、米国に比べて、日本では株主のための投資効率を主目的とした利益目標を設定している企業が極めて少なかったことが明らかになったであろう。

3.3 目標利益としての期間利益額、売上(高)利益率、投資利益率(ROI)

過去から現在に至るまで、日本企業が目標利益として一般的に活用してきたのは、期間利益額(経常利益、または営業利益)、売上利益率、および投資利益率である。本節では、これら3つの利益目標の意義と課題を明らかにする。

3.3.1 期間利益額

本稿で目標利益として期間利益額というときには、経常利益と営業利益を含意する。経常利益は営業利益から財務活動から生じる金利などの営業外損益を加減した利益である。企業の目標利益としては、日本企業では長い間、経常利益が用いられてきた。他方、営業活動の成果を表す指標としては営業利益が活用されている。ただ、営業利益は企業全体の業績評価だけではなく、事業部などセグメント別の利益目標として好んで用いられてきた。

経常利益は、戦後の回復期から高度成長期にかけて、日本企業が利益計画の設定において最も好んで用いてきた目標利益である。高度成長期には営業利益から銀行への支払い利息等を加減した利益である経常利益を活用することが当時の主要な資金提供者であった銀行にとって都合がよいだけでなく、企業にとっても、一定の利益さえあれば借入金による積極的な投資活動を行うことで企業を発展させることが可能であった。

しかし、近年では企業の銀行離れが目立ってくるにしたがって、経常利益を利益目標とするものの意義は次第に薄らいできた。とはいえ、経常利益は日本の損益計算書では不可欠の利益概念であり、入手が簡単で一般にも理解しやすい。そのためもあって、圧倒的多数の日本企業が経常利益を企業の利益目標として活用してきたことは先に見たとおりである。

経常利益には少なくとも2つの課題がある。1つは、経常利益は絶対値であるので、経営効率が軽視されがちである。いま1つは、経常利益は日本独自の経営指標であることから、西洋諸国では用いられないことのない国際性の乏しい日本独自の財務指標であることにある。とはいえ、国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards; IFRS)では、企業が必要と認める限りにおいて、経常利益の使用が許容されている。

3.3.2 売上利益率

売上利益率を目標利益とするときには、資本回転率との関係で妥当な売上利益率をあらかじめ計算しておく。売上利益率の水準は、企業により、地域により、また経済状況や競争状態により異なる。売上利益率を企業が用いるのは、当該企業が顧客に目が向けられていることを含意する。

2002年に実施された産業経理協会(山田ほか, 2003, p.149)委嘱によるアンケート調査では、利益計画において連結ベースで最も重視される指標は、売上利益率(70%)であった。その他の指標では、総資本利益率(14%)、財務体質の強化(5%)、キャッシュ・フローの確保(1%)、EVA(3%)、ROE(5%)であった⁵。2002年調査では、圧倒的多数の日本企業が売上利益率を利

益計画における目標として活用していることが見て取れる⁶。

2012年に実施された産業経理協会（崎（委員長）・企業予算制度研究会，2018，p.199）調査で、予算原案作成上での部門の基本的目標3つのうちでは、売上高（75%）が最も多く、売上高利益率（52%）、利益額（51%）；本社費配当後利益（28%）、管理可能利益（21%）、残余利益（2%）であった。なお、2012年の調査では、2002年の連結ベースとは質問の内容が違って、「予算原案作成上での部門の基本的目標について、重視するものを3つ以内で挙げてください」と、部門の基本的目標が調査対象になっていることに留意されたい。

3.3.3 ROI, ROA, ROIC, 経営資本利益率, ROE

ROIは、投資額との関係でどれだけ収益性をあげたかを表す指標である。ROIのバリエーションには、総資産利益率（return on assets; ROA）、経営資本利益率（Rentabilität des Betriebskapitals; operating earning rate）、ROIC（return on invested capital; 投下資本利益率）、およびROEがある。

ROAでは、分母の総資産の増加はROAの低下をもたらす。そのため、少ない資産で多くの利益を得たいとする企業（投資効率を高めたいとする企業）では、有効な指標である。

経営資本利益率は、経営者の業績の評価に適する。分母の経営資本の計算では、総資産から建設仮勘定、投資その他、繰延資産を控除して求める。算式では、 $\text{経営資本} = \text{総資産} - (\text{建設仮勘定} + \text{投資その他} + \text{繰延資産})$ となる。分子の利益には営業利益が用いられる。

ROICでは、事業に投下した資本を使って、当該事業からどれだけ利益を稼得したかを測定する。税引後営業利益を投下資本で除した比率で、事業の効率性が明らかになる。資産総額を対象とするROAとROICとの決定的な違いは、ROICでは株主と債権者の投資に対する収益性であること（亀川，2019，p.34）にある。

それでは、ROEを企業の目標利益として活用することは日本企業にとって適切であるといえるのか。次に、ROEを企業の目標利益として活用することの功罪を検討する。

4. ROEは企業の目標利益として妥当か

ROEとは、株主が拠出した自己資本で企業がどれだけ利益を上げたかに関する指標である。株主重視の指標である。当該年度に獲得したパイ（利益）の大きさを一定とする限りにおいて、株主の取り分を大にすれば、当然ながら、従業員への充当分は減少し、将来の収益を生み出すための設備投資、研究開発費、人材育成のための投資なども減らされる可能性が大となる。会社は株主のものであるとする米国流の価値観のもとでは株主重視の施策は当然の帰結であるが、その米国でもROEを企業目標としている企業はほとんど見られない。ましてや、伝統的に近江商人の「三方よし」の思想が根付いている日本の多くの経営者にとっては、仮にそれが政府関係機関の強力な後押しがあったとしても、ROEの高い利益目標を掲げることは企業の持続的発展を阻害するリスクがあることから、企業としてそれを甘受することは難しいとする経営者の意見には、傾聴すべき価値がある。

図1 ROE（自己資本利益率）の分解図

$$\begin{array}{cccc}
 \text{自己資本利益率} & \text{売上利益率} & \text{総資産回転率} & \text{財務レバレッジ} \\
 \uparrow & \uparrow & \uparrow & \uparrow \\
 \text{当期利益} & \text{当期利益} & \text{売上高} & \text{総資産} \\
 \text{ROE} = \frac{\text{当期利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \\
 \uparrow & \uparrow & \uparrow & \uparrow \\
 \text{株主の} & \text{企業の} & \text{企業の} & \text{負債の} \\
 \text{投資効率} & \text{収益性} & \text{効率性} & \text{活用度}
 \end{array}$$

出典：著者作成

4.1 株主資本と自己資本の関係

ROEは、2006年の会社法制定とこれに関連する会計基準の改正前までは自己資本利益率ないし株主資本利益率ともいわれていた。つまり、自己資本と株主資本とは同義語であった。しかし、2006年の会社法改正以降は、両者の内容は式(3)、(4)のように改正された。

$$\text{株主資本} = \text{資本金} + \text{資本剰余金} + \text{利益剰余金} - \text{自己株式} \quad (3)$$

$$\text{自己資本} = \text{株主資本} + \text{その他（その他有価証券評価差額金など）} \quad (4)$$

式(4)における“その他”とは、会社が所有する含み益・含み損をいう。この“その他”が加わったために、株主資本と自己資本とは同義ではなくなったのである。式(4)のROEは式(5)で算定される。

$$\text{ROE} = \text{当期純利益} / \text{自己資本} \times 100 \quad (5)$$

式(5)を分解すると、図1のようになる。図1は、ROE（株主の投資効率を表す）が売上利益率（企業の収益性を表す）、総資産回転率（企業の効率性を表す）、および財務レバレッジ（負債の活用度を表す）によって決定されることを示している。

図1で、財務レバレッジ(financial leverage)とは、負債の活用度をいう。英語のレバレッジはテコを意味し、レバレッジ効果というときには、負債の活用がテコとしてROEをいかに変化させるかを意味する。財務レバレッジは自己資本比率の逆数である。負債の依存度が高いほどレバレッジ効果によってROEは高くなる。財務レバレッジの数値が低いほど自己資本が大きく、企業の財務上の安全性が高まるともいえる。

4.2 ROEを企業の利益目標とすることの妥当性

ROEの最大の特徴は、株主重視の指標であることにある。会社は株主のものであると考えている機関投資家にとって、ROEは極めて重要な指標である。

保険会社にとっても、ROEは極めて重要な指標である。平成29年度の生命保険協会(2017, p.21)調査によれば、ROEを中期経営計画で公表している企業581社(49.1%)に対して、投資家が経営目標として重視すべき指標は116社(82.8%)と、ROEは機関投資家にとって重要な指標である。なお、保険会社にとっても売上高・売上高の伸び率(44.2%)、売上高利益率(40.3%)、利益額・利益の伸び率(47.5%)も重視されることは当然である。

銀行および証券会社にとってもまた、貸付・投資した資金が確実に回収されることが要請されるから、一定以上のROEの確保は不可欠である。

保険会社、銀行、証券会社を除く企業におけるROEの意義を説明するために、簡単な例を用いて説明しよう。仮に、当期純利益を100億円、自己資本を2,000億円とすれば、ROEは5%になる。ROEを8%にする最も簡単な方法は、商品・製品の価格を高く設定して分子である当期純利益を増加させるか、あるいは①設備投資、②研究開発費、③教育投資等を減らし、④賃金・給与を抑制することによって可能になる。ただ、利益を増やすために商品や製品の価格を高く設定すれば顧客が離れていく。また、設備投資、研究開発投資、教育投資などのコストを削減すれば、企業の持続的成長が望めなくなる。賃金・給与を抑制すれば、優秀な社員は現在より給料の高い企業への転職を望むようになる。

企業がROEを経営目標にすることは、機関投資家や短期的な視点から高い配当を好む株主にとってはたいへん好ましい。日興アセットマネジメント(株)の神山(2019, pp. 51-54)が述べているように、株式投資家は「投資先の一株当たり利益とその成長が分配期待を通じて自らのリターンとなる」ことを指標として表現しているROEに多大の関心をもつ。しかし、企業の持続的発展を希求する経営者、および従業員などのステークホルダーにとってROEは決して好ましいところであるとはいえない。とくに、成長過程にあつて積極的な設備投資、研究開発投資、教育投資を必要とする企業では、ROEだけを突出させることは厳に慎まなければならない。以上から、企業の持続的発展を望むのであれば、ROEを企業の利益目標にすべきではないといえる。

4.3 企業がROEを活用することがコーポレート・ガバナンスに貢献するか？

企業がROE指標を活用した結果、株主には満足できる結果が得られたとしても、ROEの活用がコーポレート・ガバナンスの向上に直接結びつくとする論理的な関係を明確に説明することは極めて困難である。逆に、日本企業がROEの活用を検討する際には、ROEを経営指標として掲げることによる次に述べるような5つの潜在的な負の側面に留意すべきである、と筆者は考える。

第1は、企業が稼得する付加価値を一定とする限りにおいて、付加価値のうちで株主の取り分を増やすことは、ステークホルダーのうち企業にとって重要な役割が期待されている従業員への配分額を相対的に減少させる。

第2は、企業の目標としてROEを活用すれば企業利益を増加させるとする因果関係を見出すことはできない。逆に、たとえばトヨタは世界的に知られている原価企画(target costing)を活用するうえでROEやROAではなく、顧客に顔が向いている売上利益率を利益目標として用いている(櫻井, 2019, pp.138-139)。それにもかかわらず、トヨタの収益力は世界的に高く評価されている。だからといってガバナンスに問題があるということもない。トヨタの経営は顧客志向であり、また従業員の一人一人が経営改善に前向きに取り組んでいる。

第3に、ROE経営では、過小資本のゆえに高いROEを誇る企業では、資本コストを上回る投資案件があっても現在のROEよりも低いという理由だけでその案件が却下される可能性がないとはいえない。高いROEを目標利益として追求することは、直近の利益(従って配当)を欲する株主にとっては好都合ではあっても、企業の持続的発展を期待する経営者および従業員や長期保有の株主などのステークホルダーにとっては必ずしも望ましいことではない。

第4に、ROEはここ数年で上昇傾向にある。その反面、「伊藤レポート2.0」(2017, p.15-19)の第2章でも指摘されているように、①研究開発投資の伸びは他国に比べて鈍化している。その研究開発投資も、中長期的な研究開発(12.8%)よりは短期的な研究開発(43.8%)に重点が移行している。②人材投資がフランス、ドイツ、イタリア、イギリス、アメリカとは大幅に劣る。国によってばらつきはあるが、人材投資の額は、なんとこれらの国の1/4以下の金額でしかない。日本での人材投資は1998年以降毎年減少を続け、現在では1998年当時の1/3以下でしかない。またさらに、実質賃金上昇率は、1990年代以降はマイナスになることも少なくない。

第5に、企業が主要な経営指標として株主志向のROEをもつことは、将来大きくは成長が見込めない成熟した大企業には大きな歪みは見られないかもしれない。しかし、顧客満足を与えうる優れた製品・商品の提供と、企業の発展に尽くしてくれる優れた従業員を必要としている成長過程にある中堅・中小の企業にとってはとくに、将来の成長の芽を摘む危険性がある。なぜなら、これまでもしばしば指摘されてきたように、一定のパイ(利益)のなかで株主の取り分である配当を過度に大きくすることは、従業員の賃金・給料の抑制、社員教育予算の削除、積極的な設備投資の中止、長期的な研究開発投資の先送り、広告宣伝費の抑制などを行うことによって将来の成長・発展の芽を摘むリスクが大であるからである。

5. 日本企業は「伊藤レポート」に準拠すべきか

「伊藤レポート」の発表から3年後の2017年10月に発表された「伊藤レポート2.0」では、日本の経営者を「投資家との面談で指標や数値を約束しても自社の中でそれを一貫性をもって展開しない(ダブルスタンダード経営)」(伊藤(座長), 2017, p.6)と断罪することで、8%の目標を達成しない企業を痛烈に批判している。それでは、なぜ、多くの日本企業で目標利益としてのROE 8%を忠実に遵守しなかったのか。また、そのような日本企業の経営者は責められるべきものであろうか。

5.1 企業は「伊藤レポート」の目標利益の8%になぜ従わなかったのか

「伊藤レポート」に従わなかった企業経営者が数多くみられるのはなぜなのか。その理由としては、次の4つの要因が想定される。

- ① 東京証券取引所での売買高の相当数が主として米国の外国人投資家によって占められている昨今、証券会社や東証が日本企業に株主を重視させようとしているであろうことは十分に理解できる。しかし、欧米諸国とは違って、日本には「三方良し」の思想が浸透している。そのため、日本の経営者には株主だけを優遇するのではなく、顧客や従業員などのステークホルダーを大切にすべきであるという思想が根付いている。
- ② 与件として、海の幸を除けば、日本では米国などとは違って石油などの天然資源に恵まれていないため輸入に頼らざるを得ないことなどから、業界によっては原材料費がコスト高になる。ROEの低さが売上高利益率の低さ⁷に起因していることは、「伊藤レポート2.0」(伊藤(座長), 2017, p.36)でも指摘しているところである。
- ③ 日本企業のROEが欧米先進国と比較して低い理由の1つが株主を無視しているからだ

表1 GDPの国別予測(2000年と2020年(含・予測値)の比較)

順位	国別	2000年	順位	国別	2020年
1	米国	10,284.8	1	米国	22,294.1
2	日本	4,731.0	2	中国	17,100.1
3	ドイツ	1,955.7	3	日本	4,746.9
4	英国	1,548.8	4	ドイツ	4,004.9
5	フランス	1,372.5	5	英国	3,852.0
6	中国	1,205.3	6	インド	3,443.6
12	インド	476.6	7	フランス	2,940.2

出典：IMF World Economic Outlook Database の 2015 年 10 月、2010 年と 2020 年（予測を含む）のドル単位での名目 GDP（Gross Domestic Product、国民総生産）（10 億ドル）。

とは言い切れない。日本の経営者も、日々に高まってきている株主重視の傾向は十分に認識できているはずである。経営目標として ROE を上げえなかった理由の 1 つは、1980 年代までとは違って、現在の日本の先端技術の水準が一般の人々が想定しているよりも欧米先進諸国と比較して決して高いとはいえない。そのため、欧米のように製品に高い利益を含む価格をつけることが難しくなったことに求めるべきであろう。

- ④ 日本の国民所得（配分可能なパイ）が過去 20 年間、全く増加していないことがあげられる。そのことを論証するために、まず表 1 によって世界の主要国と比較した GDP の変化を明らかにし、次いで、わが国の労働分配率の現状と課題を明らかにしよう。

表 1 で明らかにする通り、予測値を含む直近の 20 年間、日本の国民総生産はわずか 1.03% しか増加していない。つまり、この 20 年間、配分すべきパイ（利益）がほとんど増えていないという事実をわれわれは直視すべきである。

表 1 から、調査対象期間（予測を含む 20 年間）で、日本の GDP 増加率は 0.3% でしかない。他方、躍進が著しいのが、中国とインドである。中国は 14.2 倍、インドは 7.2 倍である。英国は 2.49 倍、米国は 2.2 倍、フランスは 2.14 倍、ドイツは 2.0 倍である。

それでは、なぜ日本の GDP は他国に比較してほとんど増加がみられなかったのか？ その原因を筆者なりに推論すれば、次のようにいえよう。

このほぼこの 20 年間、日本では、米国の GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon) や中国の BATH (バaidu, アリババ, テンセント, ファーウェイ) といった新しいタイプの IT 関連が全く育たなかった⁸。さらに日本が得意としてきた製造業も、1990 年代の後半以降になるとこぞって多くの工場を海外へ進出させた結果、日本国内での投資機会が大幅に減少し、優秀な技術者が海外に転出した。その結果、品質管理を担当する専門家が大幅に減少し、日本企業による品質不正も数多くみられるようになった。また、国内のマザー工場での新鋭設備が乏しくなり、地道な原価管理や品質管理の専門家・技術者の不足を招いた。またさらに、将来を見据えた設備投資、研究開発投資、人材投資が大幅に減少した。その結果、企業の持続的発展に必要な投資活動を怠った分だけ内部留保が企業に大幅に蓄積されることになった。その結果、バブル崩壊からほぼ 20 年を経た現在、世界の主要国と比較したうえでの日本の国民総生産の相対的な地位もまた著しく低下した。

5.2 低い労働分配率の現状と課題

2018年9月3日に公表された年次別法人企業統計調査⁹によると、法人企業全体の経常利益は前年度比11.4%増の84兆円となり、5年連続で過去最高額を更新し、企業の利益剰余金（内部留保）も過去最高の446兆円を記録した。他方、企業の設備投資に直接関連する有形固定資産の増加額は最近10年間で見てもわずかに16.3兆円にとどまっている。このことから、日本企業が経常利益の増加により利益剰余金（内部留保）を積み上げる一方で、国内投資には慎重になっている構図が窺える。

労働分配率（＝人件費／付加価値×100）を見ると、2017年度（財務省「法人企業統計調査」）では66.2%と43年ぶりの低水準である。労働分配率を規模別にみると、規模が小さい企業ほど労働分配率が高い。たとえば、2017年度では、資本金1億円未満の企業は75.8%であるが、資本金10億円以上の企業では51.7%とはるかに低い。

労働生産性と実質賃金の推移を比較すると、2001年の賃金を100とした比較では2010年の製造業では実質賃金は労働生産性を40%前後も下回っている。総務省『消費者物価指数』と厚生労働省『毎月勤労統計』¹⁰によると、1990年以降、実質賃金は概ねマイナスの傾向が続いていることが見て取れる。

労働分配率がなぜ低いのか。日本で労働分配率が低い理由には次の要因が考えられる。第1に、米国流の株主重視の流れに伴う配当性向の上昇が相対的に賃金の上昇を抑制している。第2に、労働組合加入率の低下（1947年45.3%、1989年25.9%、2015年17.4%；厚生労働省「労働組合基礎調査の動向」）に伴って賃上げを要求すべき労働組合が弱体化している。第3に、海外の低賃金の国への工場の進出とそれに伴う国内製造業の空洞化（最新鋭の設備は東南アジアを中心とする海外で新設し、国内の“マザー工場”では旧設備を活用している企業が少なくないことが大きな話題になるほどである）。第4に、国内では優れた投資先が見つからないために、余剰資金を手元に残しておいて、将来の国内投資、海外投資および合併・買収のための資金として備えておく必要性もあって、内部留保が増え続けている。

以上から、日本企業の経営者は決して好んでROEを低く設定しているのではなく、仮にROEを高く設定したくても、株主を含むすべてのステークホルダーに配分すべき全体のパイ（利益）が相対的に低下しているため、高いROEの実現が困難であるというのが実態であることが理解できるであろう。

それでは次に、日本の研究者、実務家のROE 8%とすべきであるとする見解への反応はどんなものであるか。主要な研究者、実務家の見解と、政府関係者による過度なROEの要求に対して、経営者はいかに対応すべきであるか。その典型例を紹介する。

6. 日本の研究者、実務家のROE活用への反応

モノいう外国人投資家による要求が日増しに増加してきた現在、東京証券取引所が先頭に立って米国流のROEを高めるべく努力していることはそれなりに評価できる。その努力の甲斐があって、「伊藤レポート2.0」（伊藤（座長）、2017, p.35）では2008年には2.98%であったROEは「2009年以降改善傾向にあり、最近では7～8%の水準」で推移する結果が得られたと述べている。なお、余計なことかもしれないが、ROEが2008年に前年の6.49%から2.98%に下

落したのは2008年のリーマンショックの結果であるので、レポートに見られるような記述には注意が必要である。

そこで次に、日本企業が無理をしてまでROEを引き上げようとするのは日本が将来にわたって持続的発展を遂げるうえで望ましいことであろうか、それとも将来の持続的発展を阻害する要因になるのではないか。そのことを検討するために、日本の研究者と実務家の主要な見解を明らかにし、併せてROEの活用がコーポレート・ガバナンスに貢献するか否かを検討する。そして最後に、収益性の低い企業が取って高いROEを企業の目標利益としないことの是非と、ANAホールディングが株主総会で取った対応を紹介する。

6.1 証券専門家、経営学者、財務会計研究者、証券アナリストのROEへの見解

管理会計研究者の間では、ROEを企業の利益目標にすべきだとする見解は全く見られない。経営学者、財務会計研究者、証券アナリストは通常、ROEの問題点を指摘する研究者が少なくない。しかし、立場によってROEに対する見方は180度異なる。証券業界に精通した論者3氏は、ROE 8%は必須だと主張している。そこで以下では、4つの代表的な見解を紹介する。

6.1.1 柳良平・広木隆・井出慎吾氏の見解、および柳氏のエクイティ・スプレッド理論

元UBS証券Executive Directorで現在はユーザイCFOの柳良平氏、国内外の運用会社などでファンドマネジャーを歴任してきた広木隆氏、および現職がニッセイ基礎研究所上席研究員・チーフ株式ストラテジスト、井出慎吾氏の3氏の著書『ROEを超える企業価値創造』（2019）は、証券業界に身を置いている3氏によって執筆された著書である。

同書に収録されている柳氏が行った外国人（75名）および日本（66名）の投資家を対象にした調査では、「過半数の投資家が日本企業のROEに不満を抱いている」（p.58）、「日本株投資家の最低要求リターンとしての株主資本コストのコンセンサスは引き続き8%程度であることが再確認された」（p.52）と述べている。

その根拠として柳氏は、別稿（柳、2019, pp.41-43）において、投資家の立場からみるとエクイティ・スプレッド（ $ES=ROE-CoE$ ）がプラスであれば価値創造企業、マイナスであれば価値破壊企業であることを根拠にあげている。なお、ここでCoEとは株式投資家の期待収益率を意味するという。そのことを明らかにしたうえで、ROE 8%の算定根拠が投資家の立場から算定されているとも述べている。

本書を読み進むにつれて、「伊藤レポート」の「基本的な問題意識とメッセージ」の執筆箇所もまた、柳良平氏によって書かれている海外の投資家の意見・要望を全面的に取り入れて執筆された報告書であることが推測できる¹¹。

要するに、3氏の執筆になる著書および柳氏の論文の最大の特徴は、投資家の立場に立脚した理論をもとにROE目標8%の妥当性を論証していることにある。

6.1.2 手島直樹教授の見解

手島（2015, pp.22-25）は、コンサルタント、企業（日産自動車）、証券アナリスト、そして現在は大学教授としての立場から、著書『ROEが奪う競争力』のなかで、コーポレート・ガバナンスを目的としたROE導入には全面的に反対の意向を表明している。その理由として手島教授があげているのは、次の3点である。

第1は、企業がROEを用いることで割算の罫にはまりかねない。つまり、分母（投資額）を小さくしてROIを高く見せることで縮小再生産の罫にはまる。第2に、投資家の利害が絡んでいる。これは、ROAやROICにはない特徴である。第3に、ROEは経営の短期主義を助長させる。

手島教授の見解は、研究者としてだけでなく日本の実務にも立脚しており、その見解は極めて説得力に富む。とくに、ROEをROA、ROIと区別して、ROEでは株主志向の利害が絡んでいるという主張には十分な説得力がある。

6.1.3 伊藤邦雄教授の見解

「伊藤レポート」の執筆責任者である伊藤(2002, p.viii)教授ですら、EVAの翻訳書『EVA—価値創造への企業変革—』の“訳者まえがき”で次のように述べて、ROEを批判している。

多くの日本企業がROEを経営目標に掲げるようになったことは「株主に対するリターンを見据えはじめたことでは評価できる」が、ROEには3つの限界がある。「第1に、ROEの計算式の分子は会計上の利益であり、会計政策の影響を受けてしまう。第2に、ROEの計算式の分子からは資本コストが控除されていない。第3に、ROEは比率指標であり、創造された価値額を表していないため、企業が縮小均衡に陥るリスクを伴う。」

以上の理由から伊藤は、経営指標としては、ROEではなくEVA（Economic Value Added; 経済的付加価値）を活用すべきだと述べている。その理由は、ROEとは違ってEVAには経営指標として論理一貫性があり、かつ使い勝手がよいことだとしている。著者もこの翻訳書の序文で述べている伊藤教授のこの見解に全面的に同意する。

伊藤(2014, pp.406–407)はまた、著書『Valuation 新・企業価値評価—競争力をどう測り、創造するか—』のなかで、ROEとROS（売上利益率）とには3つの共通点があるとして、次の3つの問題点をあげ、ROEを批判している。

第1は、ROEは会計基準や経営政策による会計数値の歪みが生じる。第2は、資本コストを考慮していない。第3に、ベンチマークしづらい。そのため、比率を改善するために売上高や株主資本といった分母を縮小し、企業が縮小均衡に陥るというリスクを伴う。その結果、ROEの比率は改善しても、創造された価値額は縮小するという事態も生じうる。

目標利益としてのROEとROSとを同列に扱っている伊藤教授の見解には違和感を覚えるところではあるが、2つの別々の著書のなかでそれぞれ3つの理由をあげてROEを目標利益として活用することを痛烈に批判している伊藤教授の見解には、筆者は全面的に同意する。

6.1.4 藤田勉氏が提唱する「時価会計時代における」ROEの限界

藤田氏は、シティグループ証券株式会社取締役副会長、慶応義塾大学グローバルセキュリティ研究所客員研究員、慶応大学講師、早稲田大学商学部講師などを歴任している実務家であり研究者でもある。

藤田氏がROEの主要な問題点としてあげているのは、次のとおりである。第1に、自己資本を減らしてROEを改善することが可能であること、第2に、ROEの分子である純利益には特別損益が含まれるため実態を表さないこと、③ROEの分母である自己資本に会計理論上の問題があること、および④最大の問題としては、株主還元重点をおいた縮小均衡の経営になりやすいことにある(藤田, 2016, pp.181–233)という。

日本では2015年以降、IFRSや米国のGAAPが使用する経済的単一体説¹²を採用したことがROEを目標利益とすることの問題点を増大させた。また、2011年から損益計算書とは別に包括利益計算書¹³を作成するか損益及び包括利益計算書を作成するかの選択が許容されるようになった結果、包括利益が拡大すると増資等の資本取引がない限り自己資本比率が低下することになる。このことも企業がROEを活用することの問題点を増幅させていると指摘（藤田、2016, pp.49-52）している。同意できる見解である。

以上、柳良平・広木隆・井出慎吾氏の見解は、「伊藤レポート」での「基本的な問題意識とメッセージ」の執筆個所の背景を知りうる貴重な著書である。他方、手島直樹教授、伊藤教授および藤田勉氏のROEに対する批判から明らかになったことは、次のことである。

つまり、「伊藤レポート」を通じて積極的に進めてきた企業統治改革のうちでROEの導入を企業に促したことは、米国流のトップダウン型の内部統制の強化と企業統治には多少は役立つかもしれない。しかし、このことは日本企業が誇る優れたボトムアップ経営、顧客を志向した経営、従業員や取引先などのステークホルダーにも配慮した経営、および世界に誇れる製品を送り出してきたモノ作りの現場には悪しき影響を及ぼす可能性があり、将来にわたっての日本企業の持続的発展を阻害するリスクが極めて高いということである。

6.2 政府による過度なROEの要求に企業はどのように対応すべきであるか

多くの日本企業の企業経営者は、できれば高いROEを達成したいと祈念している。それにも関わらず、現実には低い利益率しか得られていないために、心ならずも企業に高いROEを迫る「伊藤レポート」の要請（ROE 8%）に応えることができない企業が少なくない。

設備投資、研究開発投資、社員教育といった目的のために、現時点で高い配当をすることが企業の持続的発展にとって妥当でないとの考えでROEの額を抑制した企業経営者が、株主総会において株主から批判を受けることがある。そのような局面に立たされたならば、企業の最高責任者であるCEOやCFOはどのような態度をとるべきであるか。次に、これらの問題に対する企業の対応のあり方について述べる。

6.2.1 ROE 8%に応じえない収益性の低い企業の対応

「伊藤レポート」の「基本的な問題意識とメッセージ」に記載されたROE 8%に応じることのできない、あるいは戦略的に望ましいとは思わない大多数の日本企業にとって、経営者はいかなる対応をすべきであるか。

「伊藤レポート」の「基本的な問題意識とメッセージ」では、一貫性をもってROEを展開しない経営をダブルスタンダード経営と断罪したことは既に述べた通りである。しかし、このような低成長の企業は監督官庁を事務局にした指示に逆らうことはできない。であるとすれば、仮にダブルスタンダード経営と断罪されたにしても、企業の持続的発展にとって高いROEの目標をもたないことが、弱者にとって企業を守るための最も賢い生き方の1つであるようにも思えてくる。

6.2.2 低い利益率の防衛装備品の開発・生産に協力してきた企業の苦悩

防衛産業に対する従来の防衛関係者の見解は、防衛調達品での利益率は極めて低いが不況の折には少なくとも一定の利益が得られるから、政府に協力して防衛装備品の開発・生産は続け

ていこうとする企業が多かったという。しかし、装備品の契約の原則は一般競争価格によらねばならない。加えて、昨今の株主重視の企業の状況では、低い利益率しか得られないのでは、仮に経営者がいくら防衛産業というお国のために低い利益でも甘受するといっても、当該企業の投資家が黙っていない。当然の結果として、企業もそのような投資家の意見を無視できない時代になった。その一端が表面化して世間を騒がせたのが、次の新聞報道である。

読売新聞（2019/2/21）と日本経済新聞（2019/2/22）は、コマツが自衛隊車両の開発中止を決定したことを報道した。コマツは自衛隊車両の大手である。最新の理論武装がなされたうえで、妥当な価格と利益の算定システムが確立されている米国の国防省とは全く違って、防衛省はいまでもなお変わらず旧陸海軍が用いてきた原価加算方式を採用している。このような現状においては、コストカットを別とすれば、契約企業が仮に契約以上にパフォーマンスを向上させても、それに対する見返り（利益）はほとんど見込めない。

したがって、防衛産業の契約業者は一般の民生品よりも低い利益率に甘んじなければならない。防衛基盤整備協会からの依頼で防衛省の委託研究を3年間に渡って実施してきた著者の経験からすれば、日本の防衛産業を担ってきた業者にとって、伊藤レポートにあるようなROE 8%は夢のまた夢の話であるように思われる。株主からのプレッシャーがなければ低い利益率でもお国のために我慢できるにしても、現代のように株主の力が強まってくると、我慢も限界にきているというのが実態であるように思われてならない。報道によれば、F2戦闘機を製造する三菱重工業¹⁴、P1哨戒機を手掛ける川崎重工業など他のメーカーも同じ悩みを抱えているという。

さらに、日本経済新聞（2019/3/19）の報道では、世界に誇る潜水艦を建造してきた川崎重工業での低い採算性の悩みが、潜水艦の技術基盤を維持するか否かの局面にまできていて、企業として抱えている採算性の確保という難しい課題が報告されている。

遅かれ早かれ、いずれはくるべき難しい判断を迫られる課題がついにやってきたというのが筆者の偽らざる実感である。この状況を打開するには、櫻井（2017, pp.75-80）で指摘したとおり、防衛省の契約価格、原価、利益のありかたを旧軍から引き継いできた現行の原価加算方式（コスト・プラス方式）から、米国の国防省が採用しているパフォーマンス基準に基づく価格と利益の算定方式に切り替えなければならない時期が次第に近づきつつあるように筆者には思われてならない。

6.2.3 株主総会での過度なROEを要求する株主への対応

大手企業であっても、現在以上に更なる成長を続けていく必要性の高い企業は、株主による過度なROE要求に唯々諾々と応じるべきではなかろう。その典型的な事例の1つとして、ANAの対応をみてみよう。

柳澤（2018, pp.140-141）によれば、ANAホールディングスは2017年度には売上高（12%増の19,717億円）だけでなく、純利益もまた増加（46%増の1,438億円）した。2018年6月に4開かれた株主総会において、株主の1人から、ROEが15.1%から9.9%に降下したことに対して厳しい質問がでた。これに対してANAは、東京五輪やインバウンド、空港発着枠の拡大というチャンスがあるのだから、資金を寝かすのではなく、投資して着実に成長するという経営方針を貫くために「決して財務レバレッジを駆使してROEを引き上げるつもりはない」（関係者）と回答した。筆者には極めて賢明な回答であったと思われる。

利益目標としてのROEには少なくとも資本コストを超えることが要求されているが、将来の財務安全性を犠牲にしてまで極大化することではない(石崎, 2017, p.244)。藤田(2016, p.88)はまた、ROE 8%という水準は「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する」数値から割り出した数値であって、(日本の)企業経営者が適切と考える数値では全くないと指摘している。筆者もまた、両氏の見解に全面的に賛同する。

個別企業の目標利益は、機関投資家に要求のみに従って決定されるべきものではなく、実際に経営にタッチする企業経営が企業の総合的な観点から自主的に決定されるべきものである。コーポレートガバナンス・コードが強制を伴わないソフトローであるとはいえ、監督官庁のバックアップを得た形にして一定以上のROEを企業に押し付けるべき性格のものでは決してないことを、政府関係者、企業の経営トップ、および担当責任者はしっかりと心すべきである。

7. 結論

「伊藤レポート2.0」では、投資家が希望する、「ROE指標にこだわった経営を実践しない多くの日本の経営者を評して、「ダブルスタンダード経営」(端的に言えば、二枚舌経営)と酷評している。しかし、現実には欧米企業と比較して売上利益率が大幅に劣っている多くの日本企業の優秀な経営者は、欧米の経営者のような高いROEを目標利益とすることが企業の持続的発展の阻害要因になることを十分すぎるほど認識している。

それゆえ著者には、逆に、このダブルスタンダード経営こそが、ROEの8%といった高い収益性をもたない企業が、経営目標の“押し付け”から自らの企業を守るためになしうる経営者の最も賢い生き方ではないかとさえ思えてくる。また、株主総会において、過度なROEの要求があったにしても、企業の将来を誤るような過度な要求には自らの意志を明確にして拒否すべきである。

ROEは目標としてもつべきではなく、結果として考えられるべき指標である。企業の主要な経営目標としてROEを用いた企業統治方式を無批判のうちに日本企業に半ば強制的に導入させようとするのは、短期的な利益を欲する海外および日本の株主を利するにしても、これまで営々として築いてきた日本企業のもっていた強みを失わせるリスクが十分にあることを、関係者各位¹⁵はしっかりと認識してほしいと切望する。

謝辞

本論文は、2019年8月27日から29日に実施された令和元年度日本管理会計学会全国大会における記念講演の報告内容をもとに加筆・修正を加えたものである。当日、司会を担当された伊藤和憲教授、および質疑応答に加わって頂いた先生に、改めて衷心より感謝の意を表したい。

注

- ¹ 平成26年8月(2014/8)に発表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書, が, いわゆる「伊藤レポート」のタイトルである。その報告書では, 次のように述べている。「…1980年代までは, ややもすれば短期志向の資本市場に対して多くの日本企業は収益を約束する一方, 経営は長期的な視点で行う「ダブルスタンダード経営」が実践されてきた」(p.1)。また, 「…第一ステップとして, 最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん, それはあくまでも「最低限」であり, 8%を上回ったら, また上回っている企業は, より高い水準を目指すべきである。」(p.6)とも述べている。

報告書では執筆責任者が明示されていない。しかし, 「基本的な問題意識とメッセージ」には伊藤座長の写真が掲げられている。そこで, この執筆箇所は伊藤教授によるものと想定するのが普通である。しかし, 後述するように, 伊藤教授の執筆と想定される本文では, 必ずしも伊藤教授によるメッセージと同一の認識だとはいえないところがありにも多い。

- ² ハードロー(hard law)が強制力を持つ法律, 法令, 規則, 条例であるのに対して, ソフトロー(soft law)は法的な拘束力をもたない規範である。JIS規格は典型的なソフトローである。全部で101ページからなる。

- ³ Solomonsの著書, *Divisional Performance* では, 「第5章 投資利益率と残余利益による事業部業績の評価」と題して, 36頁にもわたって, ROIを事業部の業績評価に用いることの問題点と, ROIに代わって残余利益(residual income; RI)活用の推奨を行っている。Mauriel・Anthonyの論文では, 米国の3,525社(回収は2,658社)を対象とした実態調査によってROI採用企業の実態が詳細に解明されていることに特徴がある。論文の趣旨であるROIは経営者をミスリードするという結論はSolomonsの主張とは異なるところはない。Deardenの論文でも, 基本的には上記2つの文献と異ならないが, デュボン方式として1919年に提唱された時代にはROIが非常に有効なイノベーションであったが, 1969年当時にはROIはもはや陳腐化したとする表現が強烈に印象に残る。ROIに代えてRIが用いられるべきだとする主張は他の論者と異なるところはない。Reece・Coolの論文では, 620社を対象にした実態調査の結果から, ROIだけの採用企業65%, 残余利益だけが2%, ROIと残余利益が28%, その他が5%となっている。さらに, ROIとRIとを対比した形で考察し, RIの優位性を強調している。

なお, Solomonsの紹介によって全米で一時はそれなりの企業によって採用されたRIについては, その後, G. ベネット・スチュワート, III世によってRIに若干の改造が加えられ, EVMの名前で発表された(G. Bennet Stewart, III, *The Quest for Value, —The EVA™ Management Guide—*, 1991)。

- ⁴ 浅田(1989, p.114)による日米の調査によれば, アメリカでは利益計画で資本利益率を1番目に重視する企業は20社, 2番目は12社, 第3番目は16社であった。一方, 日本企業は1番目が1社, 2番目が1社, 3番目が2社にすぎなかった。調査対象会社(回収企業数)は, アメリカが80社, 日本が256社であった。この調査によって, アメリカと比較して日本企業がいかに資本利益率を重視しなかったかがハッキリとわかるであろう。

- ⁵ 調査対象は, 協会会員企業の601社と非加盟企業の396社であった。回収は163社(回収

率 16.3%)であった。調査の詳細は『産業経理』に掲載された論文(山田ほか, 2003)を参照されたい。

- 6 原価企画とは、製品の企画・設計段階を中心にして、技術、生産、販売、購買、経理など企業の関係部署の総意を結集して原価低減と利益管理を図る、戦略的コスト・マネジメントの手法である。原価企画の主な担当部門は設計部である。詳細は、櫻井『管理会計第六版』(同文館出版, 2019, pp.319-366)を参照されたい。
- 7 栗野・小西・本間(2015)は、日米ROEとその3要素について、下記の作表をしている。この表では、日本のROEが米国の41%でしかないことが示されている。

日米のROEを比較すると、下表から明らかなように、米国(13.4%)は、日本(6.3%)の倍以上である。総資産回転率は両国とも大きな違いがないにも関わらず、売上高利益率は日本の2.4倍である。日本企業のROEが低いのは売上高収益性が低いのが最大の要因であることが分かる。

日米の収益性比較—売上利益率、回転率、レバレッジ

	日本	米国
ROE (%)	6.3	13.4
売上高利益率 (%)	2.9	7.1
総資産回転率 (%)	35.5	36.1
財務レバレッジ (倍)	6.1	5.2

藤田(2016, pp.126-127)は、2014年度について、日本を除く先進国と日本の時価総額上位10社のROE分析を実施している。日本を除く10社では売上高利益率の平均値は16.2%であるのに対して、トヨタ自動車、ソフトバンク、デンソー、キャノン、ホンダなどの売上高利益率は8.6%でしかなかった。

- 8 GAFAやFANGの収益性が高い理由をどう説明すべきであるか? 近年の電子産業に見られる収益構造では、バリューチェーンの上流工程(例:商品企画)と下流工程(例:流通、保守)では付加価値が高く、逆に、製造や組み立てなどの中央部では付加価値が低い現象がみられる。両端が上がって中央部が下がっている。この現象はスマイルカーブと呼ばれている。ただ、全産業にこのスマイルカーブが妥当するかについては更なる検証が必要である。
- 9 本稿の作成に当たっては、財務省財務総合政策研究所調査統計部の若松寛氏より最新の統計資料を提供いただいた。記して感謝の意を表したい。
- 10 2019年1月、「毎月勤労統計調査」で不適切な調査や統計処理が行われていることが発覚した。不適切な行為が行われていたのは2004年からである。不正な統計処理を行うためのソフトウェアも作成されていたという。本稿では、総務省と厚生労働省の調査結果を用いているが、他に代わる統計資料が見つからないことから、これらの結果を基にしている。
- 11 本書の主な執筆者である柳氏は、株主の利益だけを重視しているわけではない。同氏は株主重視のためのROE重視の経営を貫くとともに、エーザイがインドに無償配布しているリンパ系フィラリア症の治療薬のDECについて薬の無償配布が管理会計の上では18年度に黒字に転換した(日本経済新聞, 2019/10/1)と述べるなど、現在の日本企業の経営者がステークホルダーに対する社会貢献に深い理解を示していることを読者は併せて理解する必

要がある。

西原 (2018, pp.151–158) によって明らかにされているように、エーザイの統合報告書の作成を指揮した柳氏は環境や企業の社会的責任を重視した姿勢を明らかにしていることも、同氏を評価する上では考慮すべきではないかと思われる。

そこで、令和元年 10 月 10 日にエーザイ本社を訪問して、柳氏の価値観を確認することができた。その結果、現在のような低い株価では世界から資金を調達できなくなるから ROE を高めるべきだとする強い信念も、企業はもっと社会貢献をすべきであるという信念のいずれも、柳氏本人の強い願望の結果であるということが明らかになった。

- 12 経済的単一体説とは、親会社も子会社も経済的には単一の組織体であるという考え方のことをいう。経済的単一体説を採用しているため、親会社と子会社の純利益の合算値を連結ベースの純利益と考える。なお、従来のように連結財務諸表は親会社のために作成するという考え方のことは、親会社説という。
- 13 包括利益の構成要素は、①その他有価証券評価差額金、②繰延ヘッジ損益、③為替換算調整勘定、④退職給与に係る調整額、⑤持分法適用会社に対する持分相当額からなる。
- 14 三菱重工業からは、防衛省から、EVM (Earned Value Management)、および原価企画の導入を促されたという理由から、これら 2 つの手法の内容を講演・指導するために、2019 年 5 月 16 日から 17 日にかけて、無償で長崎の三菱重工業に出張し、併せて、造船工場の実態をつぶさに説明を受けた。日本の防衛産業を保持するという意欲は決して低くはないものの、その経営実態は、防衛装備品産業の極めて低い利益率、中国と韓国からの安値受注による厳しい攻撃、設備の老朽化に直面しており、政府・防衛省による日本の防衛産業の対応のあり方について、大いなる疑問と不安を抱いたのである。政府関係者による現実の把握と適切な対応策が 1 日でもはやく取られることを心より期待したい。
- 15 「伊藤レポート」における基本的な問題意識とメッセージと本文との内容の違いに関して、2019 年 1 月に、経済産業省の担当事務局にミーティングをお願いし、6 月 1 日になってようやく受容の返事を頂き、6 月 14 日に、当初に約束した 1 時間の予定時間から 30 分に短縮されたミーティング時間のなかで、当方の質問事項のすべてを明確に確認できた。その確認内容に関しては、学会での記念講演を除き、後にまで証跡の残る本論文においては具体的な内容を開示することは許されなかった。とはいえ、問題の所在は十分に明らかにして頂いた。記して、事務局担当の経済産業省の福本拓也室長には衷心より感謝の意を表したい。

参考文献

- Dearden, J. 1969. The Case against ROI Control. *Harvard Business Review*, 47(3).
- Mauriel, J. J. and R. N. Anthony. 1966. MisEVALuation of Investment Center Performance. *Harvard Business Review*, 44(2): 98–105.
- Reece, J. S. and R. W. Cool. 1978. Measuring Investment Center Performance. *Harvard Business Review*, 56(3).
- Solomons, D. 1965. *Divisional Performance : Measurement and Control*, Financial Executives Research Foundation. 櫻井通晴・鳥居宏史監訳. 2005. 『事業部制の業績評価』東洋経済新報社,

- pp.98–103, pp.174–179, pp.218–219.
- Stern, M. J., S. S. John, and R. Irvin. 2001. *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*. John Wiley & Sons, Inc. 伊藤邦夫雄訳. 2002. 『EVA—価値創造への企業変革』日本経済新聞社.
- 浅田孝幸. 1989. 「予算管理システムの日米企業比較について (2・完)」『企業会計』41(5).
- 石崎忠司. 2017. 「コーポレート・ガバナンス改革の動向」『企業研究』第31号.
- 伊藤邦雄. 2014. 『新・企業価値評価—競争力をどう測り、測定するか—』日本経済新聞社.
- 伊藤邦雄. 2014. 「『持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—』プロジェクト (伊藤レポート) 『最終報告書』」.
- 伊藤レポート 2.0. 2017. 「持続的成長に向けた長期投資 (RGS・無形資産投資) 研究会報告書」
www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf
- 伊藤邦雄. 2017. 「コーポレートガバナンス改革のPDCA—何を企画し、何が変わり、今後の課題は何なのか—」『HITOSUBASHI BUSINESS REVIEW』.
- 神山直樹. 2019. 「投資家が資本コストを通じて会社に託すこと」『企業会計』71(8).
- 亀川雅人. 2019. 「ROE経営の誤謬—資本コストとROEの無関連性—」『産業経理』79(2).
- 栗野智之・小西健史・本間文明. 2015. 「投資指標としてのROE」『三菱UFJ信託資産運用情報』三菱UFJ信託銀行, No. 34.
- 小口俊朗. 2015. 「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」『証券アナリストジャーナル』53(8).
- 崎 章浩 (委員長)・企業予算制度研究会. 2018. 『日本企業の予算管理の実態』中央経済社.
- 櫻井通晴. 1983. 「資本利益率 (ROI) とわが国の経済成長」『企業会計』35(10).
- 櫻井通晴・伊藤和憲. 1998. 「構造的な不況化における管理会計制度」『専修経営学論集』第65号, 115.
- 櫻井通晴. 2017. 『契約価格, 原価, 利益—管理会計の視点による防衛装備品の効率的効果的な開発と生産—』同文館出版.
- 櫻井通晴. 2019. 『管理会計 第七版』同文館出版.
- 生命保険協会. 2017. 「平成29年度 生命保険協会 株式価値向上に向けた取り組みについて」. 実施期間は平成29年10月4日から11月6日. 企業向け回答581社 (回答率51.1%). 投資家向け回答116社 (回答率54.5%).
- 手島直樹. 2015. 『ROEが奪う競争力—「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す—』日本経済新聞出版社.
- 西原利昭. 2018. 『統合報告におけるインタンジブルズの情報開示と情報利用』専修大学出版局.
- 日本経済新聞. 2019. 2019/2/22 <https://www.nikkei.com/article/DGKKZO41572560R20C19A2TJ1000>
- 日本経済新聞. 2019. 2019/3/19 <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO42590110Y9A310C1EAF000>
- 日本経済新聞. 2019. 2019/10/1 版 「小平龍四郎 企業価値を高めるインドの薬」19-11 版.
- 日本生産性本部. 2018. http://www.jpc.jp/intl_comparison/ 「労働生産性の国際比較 2017 年度版」2018/02/05.
- 日本大学商学部会計学研究所. 2004. 『会計学研究』第17号, 116.

- 藤田 勉. 2016. 『ROE 戦略—効用と限界—』中央経済社.
- 山田庫平ほか. 2003. 「企業予算制度の基礎的事項に関する分析」『産業経理』63(1): 119.
- 山田康平・鈴木研一・山下祐企・大槻晴海・三木僚祐. 2003. 「わが国企業予算制度の実態（平成14年度）・2 企業予算制度の基礎的事項に関する分析—予算編成目的, 経営計画, 予算委員会, 予算期間等」『産業経理』63(2).
- 柳澤里佳. 2018. 「財務で会社を読む—ANA ホールディングス—」『週刊ダイヤモンド』2018/07/28.
- 柳 良平・広木 隆・井出慎吾. 2019. 『ROE を超える企業価値創造』日本経済新聞出版社.
- 柳 良平. 2019. 「エクイティ・スプレッドを軸とした資本コスト経営」『企業会計』71(8).
- 読売新聞. 2019. 2019/2/21 <https://www.yomiuri.co.jp/national/20190221-OYT1T50129>