

Title	ROE経営の落とし穴：公益資本主義に基づく考察： ROEを超える経営指標に求められる要件
Sub Title	Pitfalls of ROE management : considerations based on public interest capitalism : basic requirements for management indicators beyond ROE
Author	原, 丈人(Hara, George) 猪熊, 浩子(Inokuma, Hiroko)
Publisher	慶應義塾大学日吉紀要刊行委員会
Publication year	2025
Jtitle	慶應義塾大学日吉紀要. 社会科学 (The Keio University Hiyoshi review of social sciences). No.35 (2024.) ,p.61- 90
JaLC DOI	
Abstract	企業が持続的成長を果たすためには、継続的に利益を生み出していくのみならず、企業がなすべき社会的責任や存在意義が合わせて問われる。企業の中長期的発展を果たすべく、企業の稼ぐ力に着目して日本政府の政策において具体的なROE数値目標として8%の値が示され、上場企業がこの数値を目指すことを求められた。それ以来、目標ROE達成が経営目的にすり替わり、過度な自社株買いや従業員への賃金・給与の抑制が続く状況がみられる。 本稿では、ROEを経営指標や投資指標として採用することの問題点や課題を明確にし、企業の経営指標と社会へ与える貢献との関係を整理した。続いて、ROEを超える経営指標に求められる要件を確認し、新たな指標開発の在り方を提示した。併せてROEにかわる中長期的志向の指標に求められる要件について分配の中立性の観点から検討をおこない、指標開発につなげる際の考慮項目について示した。
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10425830-20250331-0061

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ROE経営の落とし穴：公益資本主義に基づく考察

——ROEを超える経営指標に求められる要件——

原 丈 人¹

猪 熊 浩 子²

要旨

企業が持続的成長を果たすためには、継続的に利益を生み出していくのみならず、企業がなすべき社会的責任や存在意義が合わせて問われる。企業の中長期的発展を果たすべく、企業の稼ぐ力に着目して日本政府の政策において具体的な ROE の数値目標として 8 % の値が示され、上場企業がこの数値を目指すことを求められた。それ以来、目標 ROE 達成が経営目的にすり替わり、過度な自社株買いや従業員への賃金・給与の抑制が続く状況がみられる。

本稿では、ROE を経営指標や投資指標として採用することの問題点や課題を明確にし、企業の経営指標と社会へ与える貢献との関係を整理した。続いて、ROE を超える経営指標に求められる要件を確認し、新たな指標開発の在り方を提示した。併せて ROE にかわる中長期的志向の指標に求められる要件について分配の中立性の観点から検討をおこない、指標開発につなげる際の考慮項目について示した。

Jan. 11th, 2025

JEL Classification: M41; M48; F 2; G18

Key words: ROE (Return on Equity), ROC (Return on Company), 株主資本主義, 公益資本主義, 主要経営指標, 持続可能な経営。

1. 問題の所在

1-1. 会社は誰のためのものか？——公益資本主義の観点から

株式会社は誰のものか？ 会社法によれば株主が会社を所有していることになる。この論理に従えば株主利益を最大化することが会社の目的となる。しかし質問を、「会社は誰のためのものか？」とすれば、答えは必ずしも自明ではない。

経済全体（国民生活）における株式会社の役割の大きさを考えるとき、筆者は後者の質問がより重要だと考える。一つの会社には株主、経営者、従業員以外にも顧客、取引先、社会など多くのステークホルダー（利害関係者）が存在する。筆頭筆者が主宰するアライアンス・フォーラム財団では、これらをまとめて“カンパニー（社中）”と呼んでいる。広い意味でのカンパニー（仲間）を意味する。この社中に対し、会社は製品・サービス、雇用、税金、配当、購買機会を提供し、人々の生活をより豊かなものにすることに貢献する。社中はいわば共同体を形成し、その中に技術、人材、信頼などを蓄積していく。そしてこの蓄積が再投資による会社の持続を確かなものとす

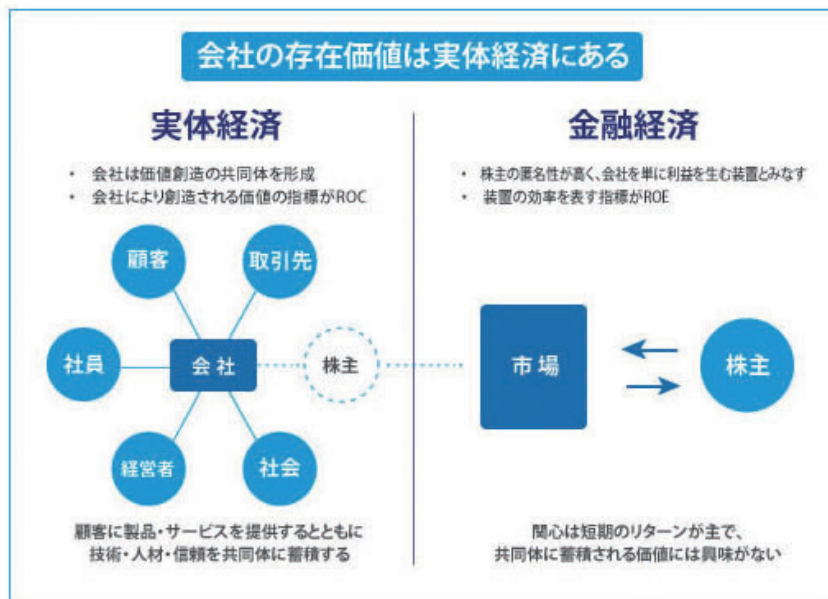


図1 企業の存在価値は実体経済にある

出所) アライアンス・フォーラム財団公式ホームページより³

るという理念や価値観に基づいている。

20世紀初頭から株式会社の所有と経営の分離が進むとともに、株式会社は資金調達
が容易になり経済の成長を加速させたことは紛れもない事実である。しかしその結果、
株主は市場を通して共同体に関わることになり、共同体との利害共有意識が希薄にな
る側面が生じた。さらにヘッジファンドなどが登場すると、株式会社は単に株主の投
資に対してリターンをもたらす装置とみなされるようになった。もはや株主は共同体
に蓄積される技術、人材、信頼に払う関心よりも、自身の経済的利益の優先度が高ま
る状況を創出している。その結果として株主は短期的なリターンを求め、会社の経営
の持続性の観点から問題の多い意思決定がされることもしばしば見られる⁴。

株主資本主義の考え方に立脚すると「株主は会社の所有者である」という主張から、
株主は企業経営を最終的にコントロールする権利を持つという文脈で株主（特にアク
ティビスト株主）に活動の正当性の裏付けを与えている。この会社と株主の関係性は
主に会社法で規定されているが、内容を見直すと、決して株主は会社の「所有者」で
はないことが次の理論でも確認できる。

まず岩井（2009）では、法人とは「ヒト」であり「モノ」であるという二重性を持
つ存在と説明している。法人としての会社は、それゆえ、「モノ」でもあるわけで、会
社の株主が所有しているのは、その「モノとしての会社」であること、そして、「モ
ノ」としての会社とは、具体的な形をもった「モノ」ではないことを強調している。
それは、じつは、「株式」とよばれている抽象的な「モノ」であり、株主とは、まさに
言葉の通り、株式の持ち主、すなわち、株式の所有者にほかならない。さらに、この
株式を具体的な紙きれの形で表現して、売買可能な資産にしたのが「株券」である。

金融資本主義や株主資本主義の中では、法人の「モノ」的側面が強調され、企業が
投資対象として扱われ、勢い短期的な利益追求が先走る結果になる。そこで阻害され
るのが長期的な企業の発展や社会的責任の側面である。法人のもう一つの本質である
「ヒト」の側面に着目するのであれば、企業は利益追求のみではなく、従業員・顧客・
社会全体との関係を重視する存在になるはずである。

次に上村（2002, 2021）でも同趣旨の説明がある。そもそも会社法上、株式会社は株
主の所有物ではなく、法人として独立した存在である。会社の意思決定は取締役会が
担い、株主は直接的な経営権を持たない。株主は株券を保有するのみであり、実体は
会社のオーナーではないはずであった。ところが、株主資本主義の下では、「株主利益

の最大化」が企業の目的に設定されるため、企業経営は短期的な株価対策に偏る弊害がみられるようになった。本来、会社法の視点では、企業は多様なステークホルダー（従業員、取引先、顧客、地域社会）の利益のバランスを取るべきところ、金融資本主義の下ではこの根本理念が崩されているところに問題の源泉がある、と主張している。

同様の趣旨は原（2003）でも示した。上述の三者に共通するのは、「会社は株主のものではない」という主張である。たとえ、株主 A 氏が ABC 百貨店株式会社の100%所有者であったとしても、A 氏が陳列されている商品を盗めば、窃盗罪になる。A 氏は株券の所有者であって、会社の所有者ではないという単純明快な視点である。会社は、すべての商品を所有しているが、株主は会社の所有者ではないので、商品を自由に持って帰ることはできない。

このような企業の公器性の性格を踏まえたうえで、本稿では投資の効率指標を示す ROE（Return On Equity）が主要経営指標として利用される問題点を指摘するとともに、共同体における会社の付加価値を測る指標の在り方を探りたい。そのために、提案していく指標を ROC（Return On Company）と名付け、この指標を形成する要素について検討する。

上記の問題意識に立脚したうえで、本稿では主要な経營業績指標に ROE を使うことの問題点を論じる。第 1 章において問題意識の提示を行い、まず株式会社に求められている社会的存在意義と株主主権論の問題点を確認する。第 2 章は日本で ROE が主要経営指標に取り上げられた経緯を当時の政権の主要経済施策の内容と導入の背景を踏まえて説明する。特に ROE の目標数値に 8 % が明示されているが、この根拠が何に基づいていたか、また ROE の目標値が設定されたことにより、企業行動に与えた影響について観察された事象を示す。第 3 章では ROE を主要経営指標に用いることの問題点と、指標では扱うことのできない重要な経営上の取り組みを示す。そして第 4 章では、ここまでで示した ROE に基づく経営を超える経営活動を示すにはどのような指標が望ましいのか、すなわち ROE を超える経営指標には何が求められるのか、新たな指標開発の方向性を示した。第 5 章は本稿の総括である。

2. 日本でROEが主要経営指標に取り上げられた経緯

2-1. 安倍政権（首相官邸）主導の経済施策

日本のグローバル経済における競争力を維持進展させるべく、経済政策は各時代での政権の主要施策として打ち出されてきた。本節ではROEが安倍政権下で主要経営指標に取り上げられた経緯と、また目標数値の8%の根拠を確認する。

経済施策はもともと歴代の政権の目玉政策として打ち出され公表されてきた。本稿で着目する起点は、まず当時の安倍政権⁵で開催された、産業競争力会議の下での日本再興戦略（2013-2017）があり、続いて未来投資会議での未来投資戦略（2017, 2018）、そして成長戦略（2019, 2020）と各会議体において議論が続いてきた⁶。その後は菅政権の下での成長戦略会議（2020年9月から2021年10月）、次の岸田政権の下での経済政策につながっている⁷。

取り組みの端緒は、日本の主要な経済政策戦略を示すために安倍政権が2013年から2016年まで、毎年発表してきた「日本再興戦略」であった⁸。その中で、企業の収益力向上とガバナンス強化のための改革の必要性が示されている。

2014年6月24日、「『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」が閣議決定され、ここでコーポレートガバナンス強化が記載された。そして「持続的成長に向けた企業の自律的な取組」で企業が中長期で資本生産性（ROE（Return on Equity）の指標）の向上を目指すことが明記された。

続く安倍政権（第3次）の方針では、GDP600兆円を目指すことが掲げられ（「日本再興戦略2016」：内閣官房 未来投資会議）、これを達成するためには、企業の稼ぐ力の強化を目指した。ただし詳しくは後述するが、本施策の具体的な落とし込みではROEを主要な「稼ぐ力」の代理変数としたばかりに、株主に対するリターンがとりわけ着目される結果になったことに筆者は問題意識を持っている。本来はステークホルダー（社中）全体に対するリターンの総和を本来の企業が稼ぐ力と意味付けるべきであり、株主に対するリターンがROEだとすると、全体のステークホルダーのリターンが上述したROCになる。

「稼ぐ力」に着目するとともに、安倍政権における経済政策が持つ特徴として特筆したいのは金融市場すなわち日本の証券市場における企業価値として株価の維持上昇に重点を置いた施策が相次いでなされたという事実である。その背景には、政権の狙い

として日本企業の国際的な評価の向上や海外からの投資を促進することを目指し、そこから日本企業の国際競争力や稼ぐ力の強化を狙う趣旨があった。この狙いそのものの正当性はあるそうだが、展開した各施策が資本市場起点で金融資本を推進するものであり、長期的な実体経済を育成するよりも、短期的に成果を達成できるような企業行動をもたらす結果を助長したと筆者は考えている。特に以下で示す ROE 重視の施策については要検討である。

(1) ROE 重視の施策：指標の改善を達成するには株主利益を最大化することが最も近道であり、他のステークホルダーの利益の犠牲のもとで ROE を高めるインセンティブを与えうる指標である。なお、ROE（自己資本利益率）の一定の数値基準は、日本市場のみに適用されている⁹。

(2) JPX 日経インデックス400導入：企業の ROE 意識を高めるために安倍政権の肝いりで算出が始まった指標である（菊池 2018, p.68）。ROE の改善は他のステークホルダーへの負担を強いることにより成し遂げられることがあり、他のステークホルダーへの分配を減らして株主への分配を厚くするような安易な ROE 向上を企業側が行い、また制度設計で ROE を過度に持ち上げて後押しすると、結果として他のステークホルダーの取り分軽視につながりかねない。

日銀の上場投資信託（ETF）買付 や、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの投資判断にこの JPX 日経インデックス400が採用されている（3-1-2参照）。

(3) 株主総利回りの開示：2019年3月期以降には有価証券報告書における情報開示で投資家に対する総合的なリターンを測定する指標である株主総利回り（Total Shareholder Return：TSR）直近5年分と企業が選択した指標（TOPIX 等）との比較を開示することが求められている。この TSR 開示で企業の意識がさらに株主利益向上に向かってしまうことが懸念される。

2-2. 政府施策推進のための2つのコードの導入

当時の政権肝いりの政策を現場レベルに落とし込み実践に移すべく、関連省庁や公的機関における実践指針として、日本の金融庁（FSA）と東京証券取引所（TSE）が共同で2つの重要なコードを公表した¹⁰。

一つ目は2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」から公表された「日本版スチュワードシップ・コード」である。二つ目は、2015年3月、

東京証券取引所が公表した、「日本版コーポレート・ガバナンス原則」で言及したコードである。この原則では、東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コード」に基づく説明を上場会社に求めている。同時に、東証はコーポレート・ガバナンスに対する高い意識とステークホルダー（主に投資家）との対話を求めている。

日本の産業政策を推進するため、経済産業省は2014年8月、「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～」プロジェクトの最終報告書（METI（2014）、通称：「伊藤レポート」）を公表した。この報告書では、①目標 ROE の設定、②欧米並みの役員報酬の管理、③社外取締役の設置の促進、といった重要な政策目標が掲げられている。またこの報告書に基づいて具体的な目標 ROE の数値設定が8%と導き出され、その後の日本企業が目指すべき数値基準として機能することになった。その一方で経済・経営・会計分野の学術研究者からは ROE は経営結果であって所定の目標の業績指標には不向きであることなど、激しい批判を受けている（例えば、三輪・ラムザイヤー 2015；三輪 2015；福井 2015）。

次節以降では、日本政府による目標 ROE の設定により、実際に市場や上場企業でなにが起こりいかなる状況をもたらしたのかについて検討する。

2-3. ROE 目標 8%の根拠

続いて METI（2014）で目標数値として示された ROE 8%はどのような根拠に基づいているかを確認しておく。当時前述の METI（2014）の政策レポート（通称：「伊藤レポート」）の座長を務めた伊藤邦雄氏は8%の経緯として、日本と海外の機関投資家に「日本企業に対して平均何%の資本コストを想定していますか」という調査を行ったところ、日本の機関投資家は平均6.3%、海外は平均7.2%であって、そこで、「最低限8%」となったことを語っている¹¹。ここで示されたのは、投資家に実施したアンケート結果に基づく期待値が8%という結果が根拠になっていることであり、この「最低限8%」の目標水準になったこと自体については批判がある。とくに上げたい視点は、「投資家の立場に立脚した理論をもとに ROE 目標 8%の妥当性の論証をしていること」（櫻井 2020, p.15）の指摘であり、筆者も賛同するところである。期待値を算出して設定根拠にするのであれば一部のステークホルダーである投資家の立場のみならず、会社を成功に導くすべての関係者（社中）の意見を聞くべきではないだろうか。

櫻井（2020, p.17）では ROE を目標基準として活用することに肯定する研究と、批

判する研究の両方を紹介したうえで¹²、「伊藤レポート」による企業統治改革でROEの活用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」と示したうえで、以下の見解を表している。

「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」

重ねて指摘するのであれば，経済の目的は，国民を豊かにして，実体経済を豊かにするために経営するために存在するのであって，株価をあげるために存在するわけではない。目的を達成した結果株価が上がるのであって，手段と目的を入れ違うと，我が国政府や金融庁，東証の指導は日本経済を破壊にもたらす危険がある。現在の政府，金融庁の指針は「失われた40年」を創り出すために存在しているとさえ言える。

2-4. 企業の社会的責任

企業が社会的に果たす役割については，単に企業利益や企業価値を最大化して社会へ還元する，という考え方に加えて，社会や環境に関する課題に配慮して経営を行う企業が中長期的に持続的な成長を示すという見方が有力になってきている。

2006年には，国連による責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）が公表され，ESG投資の理念普及の端緒となった¹³。PRIの前文に「環境上の問題，社会の問題および企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると考え」と明記されている。そして，PRIは機関投資家の投資意思決定プロセスに，ESGに関する課題（環境，社会，企業統治）を受託者責任の範囲内で反映させるべきとして，6つの原則を掲げた。ここで，ESGの理念が提起された当初の経緯を見ても，「ESG投資」の名称の通りステークホルダー類型の中でも特に投資家に資金運用の主導権を委ねることから始まっており，金融主導の論理が働きやすいところに留意が必要である。

結果としてESGの“G”のガバナンスで表される内容はよく見てみると，総株主利益（Total Shareholder Return）に対して歯止めを設定しないところにESGにおける

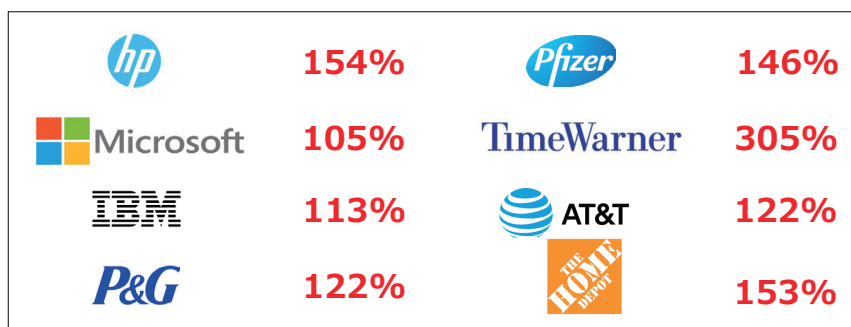


図2 当期純利益に対する配当と自社株買いの総額の比率（2006年～2015年）

出所）Lazonick（2017, p.7）で示された数値を基に筆者作成。

Gの根本的欠陥があると考ええる。例えば税引き後利益の300%以上を株主に配当と自社株買い還元している Time Warner の事例を見てもわかる通り（Lazonick 2017（図2）），会社が社中のすべての成員の協力の元，利益を上げた後に，株主だけが300%以上のTSRを享受するというのは経営の持続性の問題，他の社中に対する社会的責任の問題から見ても大いに問題がある。

元来 ESG 投資は，環境や社会をよくすることを主目的に行う投資ではなく，結果として ESG の要素の改善も期待される投資ではあるが，むしろ ESG 問題を意識して経営することは長期的リターンにも優れるという考え方に基づいている。ESG 投資の理念は安倍政権の主要政策である，アベノミクスを支えていた。この観点で当時公表されていた ESG 情報と企業価値との関係を示した研究では，資本コストやリスクへの影響という点では優れている，もしくは劣っているとは言えないとの指摘があり，実践を支える根拠になっていた（El Ghoul et al. 2011; Hong and Kacperczyk 2009; 浅野・佐々木 2011）。その一方で，近年ではリターンに優れるという視点の反証や，米国における反 ESG の動きが大きくなり，特に今後のトランプ政権では反 ESG がより加速すると予測されている¹⁴。

2-5. 株主第一主義とステークホルダー主義の行方（米日の対比）

米国では配当と自社株買いによる株主還元率が過度に上昇していることに強い懸念が示されており，すでに米国の主要企業の経営者団体により組成される Business Roundtable において1997年に表明した「株主第一主義（Shareholder Primacy）」を取

これまでの欧米における株主第一主義の考え方

(1) 株主



(2) 以降
それ以外の利害関係者（順番は問わない）

米国主要企業の経営者団体、ビジネス・ラウンドテーブルによる「株主第一主義」の見直し宣言

米経営者団体が掲げた全利害関係者への約束

(1) 顧客	顧客の期待に応えてきた伝統を前進させる
(2) 従業員	公正な報酬の支払いや福利厚生を提供
(3) 取引先	規模の大小問わず、良きパートナーとして扱う
(4) 地域社会	持続可能な事業運営で、環境を保護する
(5) 株主	長期的な株主価値の創造に取り組む

図3 Business Roundtableによる「株主第一主義」の見直し

出所) 筆者作成。

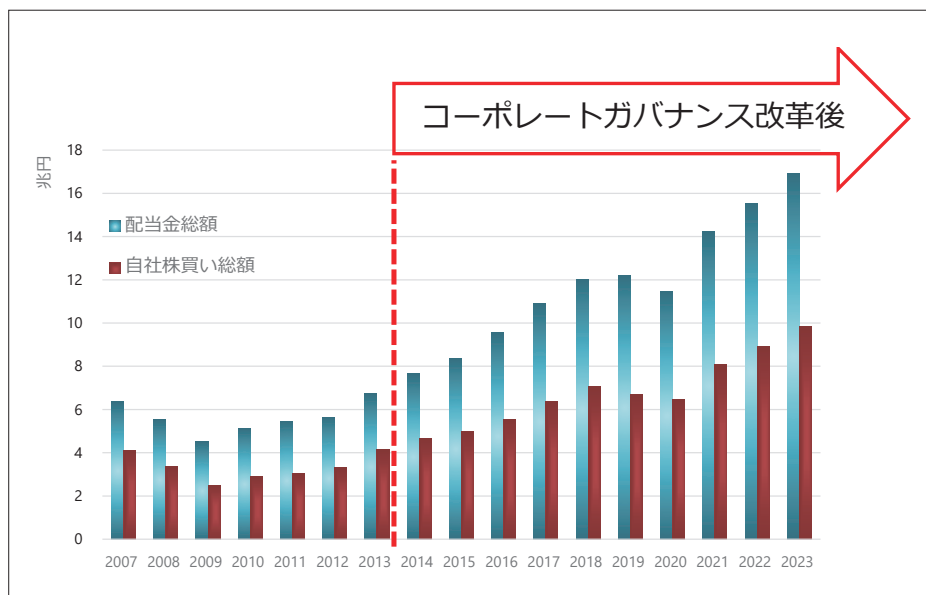


図4 コーポレートガバナンス改革の影響

出所) JPX 決算短信集計結果 (2023年度)、INDB Finding Eye 自己株式時系列データを用いて筆者作成。全上場銘柄を対象。

り下げて、ステークホルダー主義の採用を宣言している（Business Roundtable, 2019）。ここでは株主を第一のステークホルダーに据えるのではなく、すべてのステークホルダーに対するバランスの取れた分配の在り方を提案した（図3）。

それでは日本で2014年から始まったコーポレートガバナンス改革で何がもたらされたのだろうか。コーポレートガバナンス改革の前後で配当金総額、自社株買い総額の推移を追うと、コーポレートガバナンス改革後ほど、両者の金額が増えていることが容易に見て取れる（図4）。日本におけるコーポレートガバナンス改革は株主への分配を厚くする帰結をもたらしており、日本のガバナンス改革は米国の2019年の脱「株主第一主義」とは真逆に舵を取っているのである。

2-6. ROE と PBR の相関関係について

本節では経営指標の計算式の分解による、ROE と PBR の相関関係について確認しておきたい。

ROE を構成する要素式に分解すると以下のような関係が導き出せる。

$$PBR = \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}}$$

$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{純資産}} \div \frac{\text{純利益}}{\text{自己資本}}$$

$$PBR = \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}} = ROE \times PER (\text{株価収益率})$$

$$\frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}} = \frac{\text{純利益}}{\text{純資産}} \times \frac{\text{時価総額}}{\text{利益}}$$

すなわち

$$ROE = \frac{PBR}{PER}$$

が成り立つ。

式の内容から導き出されるのは、ROE を上げるには、PBR（Price-Book value Ratio）を上げるか、PER（Price Earnings Ratio）を下げるかで、数値上の改善が可能であるという構造である。

まず ROE と PBR の関係性について、米国では予想 ROE と PBR の正の相関が存在

することが示されている。対して、日本ではROEが高い時期（およそ8%以上）については、PBRとの相関がみられるがROEが低い時期においてはPBRは1倍程度で横ばいになることが指摘されている¹⁵。

この関係式を押さえたうえで、ROE目標数値設定はどれだけの設定合理性が認められるのであろうかを検討したい。まずROEとPBRの関係性については、ROEはPBRで説明される指標であり、両者は独立変数ではないことから両者の関係性を度外視してROEの目標数値を掲げるのは実は意味がない。PBRが上昇すればROEが上昇するのは関係式を鑑みれば当然のことなのである。

PBRが企業経営上で大きく着目されたのは、東証が2023年3月にPBRが1倍未満の企業に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求める方針を発表して、同6月には企業に対し具体的な取り組みを要請するためのガイドラインを発表してからである¹⁶。PBR1.0以下の企業について問題ありという、市場を意識して経営するという視点が最上位の達成目標にすり替わる現状はROE重視の経営の課題と本質面では問題は同一であり、ROEやPBRの改善をあたかも目指す達成目標のように求める市場からの要請の妥当性について再考を要すると考える。ROEもPBRも結果であって、最優先の達成目標にはならない。

また稼ぐ力であるEarningsはEPSで説明できる。すなわちLoan to value, 借入比率を上げるとEPSの改善効果があることを示しており、レバレッジを効かせた収益力向上の説明でよく利用される。つまり借入比率を上げるとEPSを向上させる効果があり、3-2節で示す通り、ROEが借入を増やすことでROEの操作が可能という、ROEを経営の評価目標に利用することの致命的な問題点につながる。

$$\begin{aligned}
 \text{EPS} &= \frac{\text{当期利益}}{\text{発行済株数}} \\
 &= \frac{\text{当期利益}}{\text{純資産}} \times \frac{\text{純資産}}{\text{発行済株数}} = \text{ROE} \times \text{BPS} \\
 &= \frac{\text{当期利益}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{純資産}} \times \frac{\text{純資産}}{\text{発行済株数}} = \text{ROA} \times \frac{\text{総資産額}}{\text{純資産}} \times \text{BPS} \\
 &\doteq \text{ROA} \times \frac{1}{1 - \text{LTV}} \times \text{BPS}
 \end{aligned}$$

※ LTV : Loan to Value (借入比率)

3. ROEが着目された背景：なぜROEなのか？

3-1. 背景

本章では、ROE がなぜ重視されるのかについて考えてみたい。

自己資本利益率（ROE）は、与えられた自己資本をどれだけ効率的に提供できたかを示すと言われている。

3-1-1. 中計、海外投資家・機関投資家、政府の成長戦略

中期経営計画の指標として採用する企業が増え、ROE を重視する外国人投資家や機関投資家の存在感が高まった。また上述の通り日本政府の成長戦略では、企業の「稼ぐ力」の強化がテーマに掲げられ、「稼ぐ力」を表す代理変数に ROE が用いられ、目標指標に設定されたのが大きい。

3-1-2. ROE 指標を重視する主体の増加

日本取引所グループ（JPX）

投資判断に ROE 指数を活用した例として、日本取引所グループ（JPX）の取り組みが挙げられる。JPX 日経インデックス400は、日経ファンドのポートフォリオ選定のために、定量指数と定性指数を指定している。定量的指標（3年平均 ROE、3年累計営業利益、時価総額）を用いる方針により、JPX 日経インデックス400は相対的に ROE の高い株式で構成されていると指摘されている（菊地 2018, p.68）。なお定性要素では独立社外取締役の選任、IFRS の適用、財務情報の英文開示、女性役員選任状況などを採用している。

JPX400の採用が広まると選定された400社の企業に対する名声が高まる効果が期待され、企業側にそこに選ばれるようにとの強いインセンティブが働くことが期待できる¹⁷。必ずしも短絡的な ROE の向上を最優先にする企業経営者ばかりではないと信じるが、現状を鑑みると、近年の自社株買いの総額増加はこの ROE 向上効果と整合的な企業行動である。

日本銀行や GPIF が JPX 日経インデックス400を採用

ROE の活用例としては、日本銀行が JPX 日経インデックス400を上場投資信託

(ETF) 購入のための重要な投資判断指標として採用したことが挙げられる。日銀でのETF 買付は2016年10月より開始された¹⁸。年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) はJPX 日経インデックス400を投資対象としている (スチュワードシップ・コードも採用している)¹⁹。

議決権行使助言会社や資産運用機関における ROE 基準の採用

また2014年11月に、議決権行使助言会社の最大機関である Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) が、2015年2月から施行する議決権行使助言方針に ROE 基準を導入することを公表、実行に移している²⁰。基本的に「過去5期の平均 ROE が5 %を下回る企業」の経営陣に反対を推奨するとの方針を示した。この平均 ROE 基準により取締役選任・再任議案に反対推奨する規定が他の資産運用機関の議決権行使基準でも採用されている。ROE 基準達成が経営トップの選任・再任に影響を及ぼすとなれば、まずは ROE の向上維持が優先度の高い経営判断にならざるを得ず、企業トップにとって困難な状況に追い込まれるのは想像に難くない。

3-2. ROE を主要経営指標に用いる問題について

投資パフォーマンスの評価に ROE 指標を用いることには、多くの課題が指摘されている。計算しやすくわかりやすい指標という評価はあるが、本節では特に課題、問題に的を絞り考察したい。

3-2-1. ROE は借入比率、配当政策、自社株買いなど経営の判断で操作可能であること

まず、第1の ROE の大きな欠点として、レバレッジなど経営陣の政策コントロールの影響を受けることが挙げられる。ROE は経営者の判断で操作可能な借入比率の影響を受ける可能性があるため、収益性の達成評価基準には適していない。この問題点は2-5節で言及した。

この他にも、ROE は、配当コントロールや自己株式の取得によって人為的に調整可能である欠陥がある²¹。これは計算の過程で、経営者の中立性の欠如や短期主義によって金額がコントロールされる可能性があるということで、業績の目標指標として利用するには致命的な問題点である²²。また、所有資本 (株主資本) は、株主と経営者によってコントロールされる。一方、総資産や売上高などの数値は、外部・個人が関与す

るためコントロールが難しい。ここから、ROEではなくなぜROAが業績指標で不向きなのか、という指摘につながる（原 2017, pp.166-167; 福井 2021, pp.72-73, 福井 2015）。

ROEの数値だけを追うのも問題がある。例として1970年代初頭の日本の会社のROEの動向は上場企業全体の中央値で20%台前半と、大変高水準の数値を示していた²³。この時期のROEが高いのは、デットファイナンスの結果も反映しており、この高水準のROEが優れた企業業績を示しているのかと問えば必ずしもそのような事を意味しないと理解できるだろう。

3-2-2. 国際比較における経済・ビジネス環境の違い

第2に、国際比較における経済・ビジネス環境の前提条件の違いである。

ROEとROAの調査結果によると（青木 2008）、ROEでは米国企業は日本企業のほぼ2倍と示されている。これは、売上総利益率（会計処理補正後）に大きな差がなかったからではない。主な差は、総資産回転率（主に地価と債権債務決済による差）である。また、販売管理費率（ホワイトカラーの生産性）の差もある。ROEをめぐる日米のギャップ問題は、「伊藤レポート」でも指摘されているが、この論点については特段取り上げられていない。

また国際比較を行う際には、物価水準（インフレなど）を考慮する必要がある（福井 2015）。

3-2-3. ボラティリティの高さ

第3に、ROEは投資成果を評価する上でボラティリティが高いことである。

特に、1年など短期間での変動が大きく、企業の資本効率性を示す指標として有用な局面がある一方で、高い変動を示すことには留意が必要である。業績評価に用いる指標が年度ごとで激しく影響を受けるのは適切ではなく、この性質は時系列の業績評価を行う際のデメリットになりうる。

もともとROEは分子・分母ともに、資産価格の変動など、事業活動以外の影響を受ける。この変動要因を分子・分母双方で詳細に検討すると、例えば次のような項目が挙げられる。まず分子の当期純利益は固定資産の売却や、災害等の臨時損失などで折々の変動が起こる。また分母の自己資本については、評価・換算差額等の項目を含

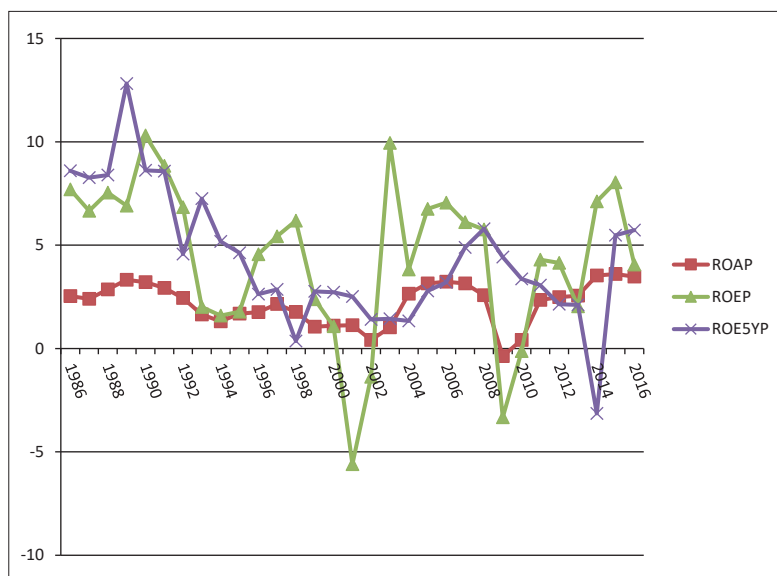


図5 ROE, ROA, 5年平均ROEの推移（日本の全上場企業）

Unit: %

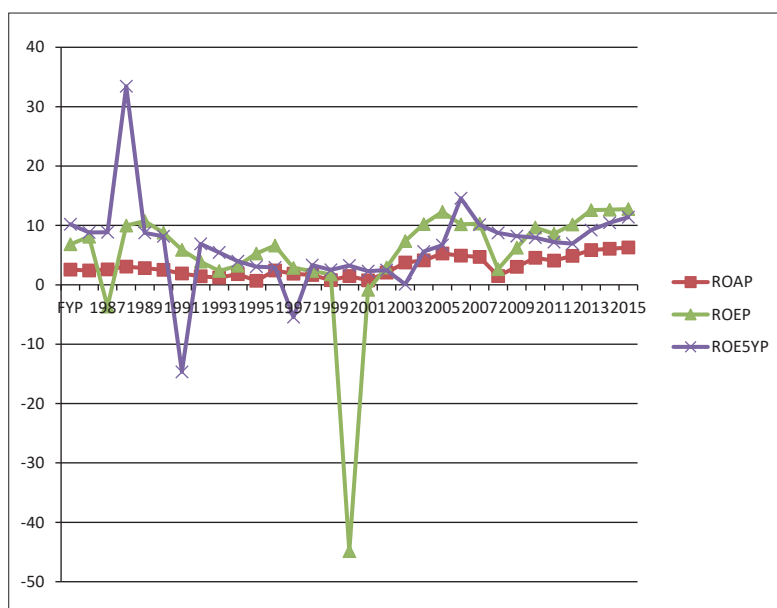


図6 ROE, ROA, 5年平均ROEの推移（JPX400企業）

Unit: %

出所）Nikkei Financial Questを用いて筆者作成。

み、資産・負債に生じた含み損益の影響を受ける。

3-2-4. 誰の利益を代表するか

第4に、ROEは主に株主の利益を代表する点である。会社の他の参加者（従業員、債権者、他の供給業者、顧客、社会全体など）の利益がどのように調整されるかを考慮する必要がある。この点はすでに上述した通りである。

3-2-5. 他の経済指標との関係性

第5に、ROEの水準は為替レートの動向と密接な関係があり、企業の経営活動の純粋な評価とは異なるところで算定される側面がある。円高が進行するとROEは低下、逆に円安になるとROEは上昇する傾向にあり、長期的な円高傾向が進行していたときには、企業全体のROEは低下していたと指摘されている（米澤2014）。

すなわち、単純なROEの国際比較は容易ではないことは改めて指摘できる。

3-2-6. GAAPの違い

第6に、企業が選択した会計基準でもROEの数値が変わることがある。

日本の上場企業はJapan GAAP以外にUS上場していれば、連結財務諸表上US GAAPを採用することができ、また任意にIFRSの適用が認められている。しかしながら、のれんの会計処理や、投資有価証券（持分証券）の売却損益や評価損益、非上場株式の評価損益の取り扱いなどの会計処理が異なり、当期純利益や自己資本の値は異なりうる。

例えば、のれんの場合は、日本基準は規則的な償却が求められるが、US GAAPやIFRSでは減損にて認識するため、定期償却している限りにおいては、当期純利益が低下することになる。

3-2-7. 小括

2-2節で示した通り、議決権行使助言会社のISSは日本市場だけにROE基準を判断基準に採用している²⁴。日本に対してグローバリズムの考え方に立脚して国際的な基準の遵守を要求するのであれば、同じ基準を米国や欧州の市場で要求を出すべきでダブルスタンダードに基づく日本への要求は整合性が取れないと考える。この観点では、

議決権助言会社の基準設定のスタンスとして、グローバル比較で他国との水準で低かったり、資本市場で課題とみなされている論点で、当該国の政策で後押しがみられる項目は、助言会社の基準が強化されるのが基本との指摘がある²⁵。こうして、国の政策立案が特定のステークホルダー寄りという立ち位置のゆがみは、そこを起点として議決権行使助言の判断にお墨付きを与え、ひいては多方面での ROE 基準重視体制がより強固になる結果になった。

この動向から得られる示唆として、事後的な測定手段ではなく目標値として ROE 基準を利用するのに問題があると学術書・論文等で数多く発信されているにも拘らず、政策立案の際に反映されていない現状に根源的問題は帰着するのかもしれない。アカデミアの正鵠を得た議論を政策に反映すべく、政策担当者は注意を払うべきであると言える。

3-3. 日本企業のローリスク経営

ROE の数値が欧米よりも低位という事実の指摘通り、日本企業の経営は欧米企業と比べて後塵を拝しているのか。この観点に対する反証として、単に ROE の低水準は日本企業のリスク・テイクの水準が低いこと、またステークホルダー間でバランスの取れた分配が機能していることなのではという研究がある。

まず、ROA の時系列ボラティリティ（リスク）の国際比較で、日本企業は圧倒的にローリスク経営、という研究結果がある（Acharya et al. 2011）²⁶。すなわちリスクを取らない、安定の経営であるかわりに、リターンはリスクに見合った数値になるという指摘である。

また、日本国内の研究では中野（2009）²⁷で同趣旨の研究が行われており、リスク調整済みリターン（ROA）の国際比較で、日本は収益性が特段低いわけではない。

4. Return on Company（ROC）の構想

上述での ROE の課題を踏まえ、それならば新しい指標に期待を託す方策を検討したい。それでは、公益資本主義の理念に合致する ROE にかわる企業価値を測る新しい基準の創出で、どのような視点に着目すべきなのか。筆者は ROE を超える指標として「ROC（Return on Company）」という指標を提唱している。これらは社内への利益分

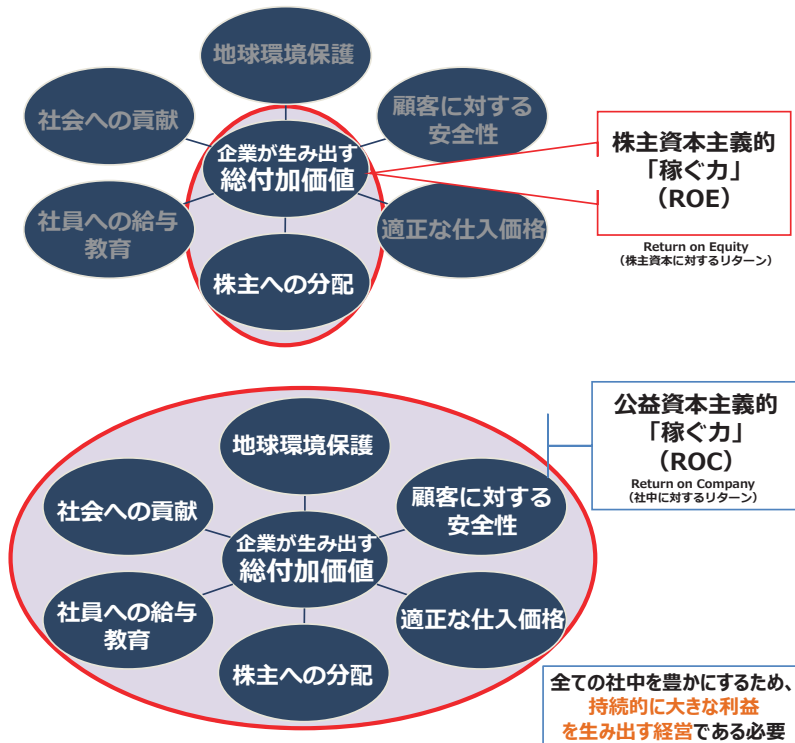


図7 「稼ぐ力」とは？株主資本主義と公益資本主義の比較

出所) 筆者（アライアンス・フォーラム財団）作成。

配を公平に行うための指標になる。

ここで充足が求められる3要件は①『事業の継続性』、②『分配の公平性』、③『事業の改良・改善性』である。

まず対比されるROEは、「株主資本利益率」とも訳され、まさに「株主資本主義への企業の貢献度」を測る指標であり、かたやROCは「会社を支える社中全体への貢献度」を測る指標である。公益資本主義における「利益」は、従業員には「給与」「教育」「福祉」、株主には「配当」「株価上昇」、顧客には「安全性」「品質」、仕入れ先には、「適正価格での購買」、地域社会には「貢献」、地球全体には「環境」、そして会社自身には「内部留保」という形で分配される。このすべてが「社中」であり、「利益」を公正に分配すべき対象となる。

フローにおける価値基準は、「分配公平性スコア」であり、これは自己資本を社内分

配前総利益で割ることで算出する。ストックにおける価値基準は、「持続性スコア」である。実際に上場企業の財務データに適用してみたところ、ROCが高くなれば、数年後のROEも高くなる傾向がみられた²⁸。この意味では、長期にわたってROEを上げるには、ROCを高くすればよい、ということにつながる。

「企業は社会の公器である」と考え、ROCは、中長期的な観点に立つ経営を行って社中全体に利益を還元する企業を高く評価する指標で、実際、こうした企業の方が、将来にわたって大きな利益をもたらすのである。この意味では「長期的に見たROE」と捉えることもできる。ROCと株価をリンクさせる投資理論が蓄積されていけば、投資家もその魅力に気づき、中長期的な経営や社中分配を行う企業を選んで投資するようになると期待できる。中長期的な経営を行う企業が増え、利益を上げ、しかもマーケットで評価されていることが周知されれば、日本初の新しい資本主義＝公益資本主義は、たちまち世界中に浸透していくだろう。

続いてROCの手法を実践した時のユースケースについて検討しよう。まず一番目の『事業の継続性』を示す指標だが、かつてROEの向上を狙い村上ファンドやスティーラパートナーズ等の物言う株主が企業内に蓄積されている内部留保を株主還元するように主張した事案があった。内部留保が少なくなり使用資本が少なくなることから、ROEが上がり株価も上がるはずであるというのが、理論的な根拠になる。しかしながら、実際には2008年のリーマンショックの前に米投資銀行などが推奨する通り、現金を減らしクレジットラインだけに頼っていた会社の多くが事業継続を困難にして倒産していく事例が見られた。やはり、現パナソニックの創業者である松下幸之助氏が説く「ダムの経営」に代表される通り、企業は、ROEは低くなれども金融収縮や、地震・津波等の大災害が起きたときに、金融機関からの借入に頼らなくとも、自己資金で自身の事業を復旧し、従業員の生活を守れる水準の潤沢な内部留保を持つ方が、会社の持続性は高くなる。ROEは低くなるがサステナビリティの観点から会社を見ると、株価が高くなってしかるべき、という指摘が成り立つ。

二番目の、『分配の公平性』では給与を取り上げる。従業員とCEOの給与比較の時系列データから、かつて米国の従業員側、一般社員の平均給与と比較して、CEOは600倍の報酬を受け取っていると批判が提起されたという。これに対して経営者側は「それほど多くはない」と反論して示した数値が151倍であった（原 2024, p.12）。日本の従業員と経営者の給与差は10倍から15倍なので、圧倒的に米国の方が格差は開いて

いる。すでにアメリカンドリームは成り立たなくなっている。例として、アメリカではマクドナルドのハンバーガーショップに勤めれば、一生店員で終わってしまう。このようなかつてのアメリカから変容した社会の中で、唯一金融業界では一攫千金を狙える期待を抱くのは当然の成り行きである。この観点で求められる新指標が具備すべき要素が三番目の『事業の改良・改善性』になる。

5. 企業の活動と社会的な業績指標の在り方

5-1. 最近の傾向と動向——ROE 指標の過度な重視の弊害

前節までで指摘したように、経済にとって企業の競争力と収益力を強化することは極めて重要である。その解決策の一つが、抜本的には企業が収益力を高め、持続的な価値創造を実現することである。経済産業省の報告書では、日本企業の資本効率が非常に低いことが指摘され、「株式会社は、中長期的に資本コストを上回る ROE を達成して初めて、企業価値と持続的成長を生み出すことができる」とされている。

この理想を発展させるために、報告書では「グローバルな投資家から評価を受けるための第一歩は、企業が最低 8 % の ROE を達成することを約束することである」と言及している。そして、この 8 % という ROE は最低限の水準であり、企業はより高い ROE を生み出すことを目指すべきである、としている。

しかしながら、株主をメインにおいて他のステークホルダーの利益については数値目標値を設定することで、持続的な価値創造から導かれる ROE ではなく、ROE そのものを改善する企業行動が増えるという、手段が目的にすり替わっていなかっただろうか。

次に、数値目標を設定することで、投資家の短期志向や企業経営の短期主義が加速する懸念がある。

同じ観点から、四半期開示が短期主義を加速させる要因として取り上げられる可能性がある。1980年代にアメリカ企業が停滞した最大の理由は四半期決算制度であったことを示す論文を見つけることができる（加護野 2016）。

特に製造業においては、3 ヶ月という短期間で収益改善のための改革プランを策定することは非常に難しい。このような背景から、英国では Kay Report（2012）において短期志向が大きな問題視され、2015年から四半期財務報告の開示義務が廃止された。

近視眼的経営の抑制として、業績評価指標や株主価値の最大化ではなく、企業ミッションの実現最大化を重視する方向性がある。もともと英国のスチュワードシップ・コードはこの視点に依拠している。

5-2. 日本における動向

5-2-1. 議論の経緯

日本においても、企業の社会的責任は1940年代から議論されはじめ、1960年代に公害問題が注目されるようになって急速にその意識が拡大したが、例えば1968年に佐藤栄作首相が参議院で公害防止は企業の社会的責任であると述べたように、この時期の日本の社会的責任とは社会における義務的なものとして理解されていた。また、例えばヨーロッパにおける企業の社会的責任の内容を見てみると、そこでは雇用の維持や職場の安全、地域社会への貢献や公正取引等、利害関係者の要求を満たすことに重点がおかれている。

もう一つの考え方は企業に対する期待に企業自体が従うことで、最終的には企業の利益になるという見方であり、例えばビジネス倫理において「啓発された利己利益(enlightened self-interest)」という言葉で表現される見方はこのようなものであるといえるだろう。あるいは、社会的な問題の解決と利益の追求が一致しうるとする M. ポーター & M.R. クラマーの見方²⁹もこのようなものであるといえるかもしれない。近年の米国における企業の社会的責任は、しばしばこのような見方から正当化されてきたように思われる。また、最近の日本における企業の社会的責任に関する議論も、しばしば利益との関係で議論されるようになってきている。

5-2-2. 企業の社会的責任とコーポレートガバナンス

このような二つの見方は、必ずしもお互いに整合的でないように見える。前者はいわば義務のような形で企業の社会的責任を捉えるのに対して、後者は企業が利益を増やすための手法として捉えるわけである。しかし、もう一步踏み込んでみると、この二つは見た目ほどには対立していないことに気が付く。そもそも、企業とは様々な利害関係者のいわばネットワークの中で存在しており、それらの利害関係者と様々な資源をやり取りする中で存在している。そして、そのような中で利害関係者が企業に要求する内容を満たすことは、言い換えれば企業がそれを果たすことによってそれらの

利害関係者との取引関係を容易にし、結果としてその企業の円滑な財・サービスの生産を助けることになる。すなわち、長期的には社会が企業に要求する内容に応じていくこととは、結局はその企業の利益にもなるのである。

こう考えてくると、結局企業の社会的責任とは、企業が社会の中で存在するために、社会における様々な利害関係者の期待を充足することであると捉えてもよいだろう。最近では、コーポレートガバナンスと企業の社会的責任を結び付ける議論も見られるようになってきている。そこでは、コーポレートガバナンスを単に経営者をコントロールするための仕組みと考えるのではなく、企業から生み出される価値を最大化するために経営を方向付ける仕組みという形で捉えている。このように考えてくれば、確かに企業の社会的責任とコーポレートガバナンスは同じ方向を向いた概念であるということになる。社会の中で他の様々なアクターと相互作用をしながら、企業を社会全体の利益に沿うように誘導していくことがコーポレートガバナンスの今後の課題なのではないだろうか。

5-3. 結語

ROEを8%以上にする最も効果的な方法は、より付加価値の高い製品やサービスを生み出し利益を上げることで達成できるが、デフレ下では難しい。顧客が離れる可能性もあるので、実行しにくい。そこで多くの企業は、固定資産を売却し総資産を減らすことを始めている。さらに、賃金・給与といった従業員への充充分や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を減らすことで、無理にやりくりして利益を膨らませROEを高めることに汲々する現状を看過してはならない。

当然ながら、従業員への賃金・給与を抑制すれば、優秀な人材は離れる。未来への投資を削減すれば、企業の持続的成長が望めなくなる。それでも短期的にROEを高めることができれば、株主にとっては是と多くの企業で評価されている。実際に多くの会社で中長期での投資や研究開発はなされず、従業員は派遣社員となり、ROEを高めるために製造業においては自社で工場を持つより、中国などに生産を委託するのが流行した。研究開発と製造を分離すると、イノベーションが起きなくなるにもかかわらずである。コロナ禍の際、国内でマスクの生産さえできなくなっていたことは多くの方の記憶に残っているであろう。本来、東レの炭素繊維技術など画期的な技術革新は

数十年に亘る研究開発と製造技術が一体化してはじめて、実現し得るものである。

欧米並みに ROE を上げることで、「会社は株主のものである」という方向に舵を切った我が国の政府、経済産業省や金融庁の政策はステークホルダー間のバランスをとる整合性の観点では間違っていることを示した。会社は社会の公器であり、株主利益の最大化よりも、雇用の安定、地域社会への貢献、仕入先への還元など、事業を通じて社会に役立つことが最も重要であることを強調したい。

深い憂慮を感じるのは、株主資本主義に日本が深く毒されていることを国民の多くが気付いていないことである。今日、投資家保護や株価といったものはほとんど聖域化されており、これを疑い棄損するような発言や提案は、瞬時に批判にさらされる。例えば、主要経済メディアや日本で有識者と見做される人の論調は、今でも日本の長期停滞の原因を「投資家・株主のための経営が徹底されていないこと」「内部留保を吐き出して株主に還元するべき」といった内容が目立つ。高配当を要求する行為がコーポレートガバナンス・コードや国際的な配当性向の基準に適った行為であるかのように評論する。コロナ禍で実体経済が赤字経営に苦しんでいるにもかかわらず、アクティビスト（市場の山賊と呼んでもいい）らが連携して高い配当など株主還元を要求することにどんな意味があるのだろうか。会社が従業員を守るための体力を弱めることになり、長期にわたって会社を支えてくれる年金や生保、長期個人株主が将来得るべき利益を奪い取ることにつながる。

このように高い ROE や過度に高い配当性向企業が優良企業であるという誤認が一般化し、莫大な株主還元を生み出すために、実は従業員の給与や中長期での研究開発が犠牲になっている可能性を疑う能力が、日本の証券市場でいまだに醸成されていない。

コロナ禍が示したように、不確実性は企業経営にはつきものである。それどころか、気候変動に伴う災害激甚化や米中対立に伴う有事、経済安全保障面など不確実性は今後ますます多様化していく。こうした現況では、たとえ数年間、十分な売上が立たなくても従業員とその家族を守るための資金として、内部留保を保持しておくことはむしろ理に適った正しい行為であることを喚起したい。そもそも、好況期に利潤を蓄え、不況や苦境時に備えておくことは、サステナビリティの原理原則ではないだろうか。

最後にまとめると、筆者が一貫して主張してきたのは、会社は株主のものではなく「社会の公器」であること、そして従業員は、株主が儲けるための「道具」ではないということである。この考え方を筆頭筆者は米国型の株主資本主義の欠陥を補正する

「公益資本主義」と名付けて社会への実装に取り組んでいる³⁰。

〔付記〕 慶應義塾学事振興資金（2024年度，H08JAK2439）の助成を受けた研究成果である。

注

- 1 DEFTA Partners, Chairman and CEO, Alliance Forum Foundation（国連経済社会理事会の特別協議資格を持つ米合衆国公益法人）代表理事，一般財団法人アライアンス・フォーラム財団（日本法人）代表理事，香港理工大学工学部名誉教授。
- 2 慶應義塾大学大学院教授。
- 3 アライアンス・フォーラム財団公式ホームページ「公益資本主義とは」http://www.allianceforum.org/capitalism/?cnt=cnt_01，2024年11月30日閲覧。
- 4 例えば，株主主権に基づく経営意思決定に，過度な自社株買いと株主還元がある。Lazonick（2017）では，Microsoft, IBM, Procter & Gamble などの米国を代表する多くの企業が，当期の利益（net income）の総額を上回る配当と自社株買いで株主還元（還元率100%超）を実施しているかを示した分析結果を示している。一般の通念上は稼いだ利益以上の株主還元はあり得ないところだが，現実には当期利益を超える株主還元が実施される状況が生じている。
- 5 第2次安倍内閣は2012年12月26日から2014年12月24日，第3次安倍内閣2014年12月24日から2017年11月1日，そして第4次安倍内閣は2017年11月1日から2020年9月16日と区分される。
首相官邸 HP，歴代内閣，<https://www.kantei.go.jp/jp/rekidainaikaku/index.html>，2024年11月30日閲覧。
- 6 首相官邸，日本経済再生本部，政策会議（2013-2020）「これまでの成長戦略について」，<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/kettei.html#seicho2019>，2024年5月8日閲覧。
- 7 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針」が平成25年度から令和5年度まで毎年公表されている。ここでの内容は内閣総理大臣が経済財政諮問会議に諮問し，同会議における審議・答申を経て，閣議決定している。<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/honebuto-index.html>，2024年5月8日閲覧。
- 8 首相官邸（Prime Minister of Japan and His Cabinet）の政策会議である日本経済再生本部で実施されたこれまでの成長戦略は次の通り。日本再興戦略2013，2014，2015，2016，未来投資戦略2017，2018，成長戦略2019，2020。<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/kettei.html>，2024年5月8日閲覧。
- 9 大和総研2023年11月，「ISSの2024年議決権行使助言方針改訂動向」，ISS “Institutional Shareholder Services Announces Results of Global Benchmark Policy Survey”（2023年10月31日）で次のように示されているとある。「ROEが一定基準に達していない上場会社について，経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨する基準は，新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して適用を猶予していたが，適用を再開する。」日本市場のみに適用されている ROE 基

- 準の言及は、鈴木裕「ISS 議決権行使助言方針改定—コロナ禍対応」（大和総研レポート，2020年5月13日）を参照。なお、ROEに関する議決権推奨基準について、海外で採用されていない指標を日本市場のみに利用するのはダブルスタンダードではないだろうかと筆者は考える。
- 10 金融庁・東証の共同で「日本版スチュワードシップコード」が公表され、企業との対話を通じて中長期的な成長を促すための機関投資家に求められる行動原則を示した（2014年2月，改訂2017年5月，再改訂2020年3月）。もう一つのコードは金融庁・東証：「コーポレートガバナンス・コード」の公表である（2015年6月，改訂2018年6月，再改訂2021年6月）。
- 11 伊藤邦雄氏インタビュー（2015）「『伊藤レポート』が示す企業価値創造への道」『アイアール magazine』New Year 2015, pp.22-23。なお、本8%の根拠の詳細は、山を動かす研究会編（2014）「補論 企業の財務戦略による資本生産性の向上，1。エクイティスプレッドの開示と投資家との対話（3）資本コストの意識」，柳（2013，2014，2015）を参照のこと。
- 12 櫻井（2020）においてROE8%を肯定する研究としては、柳・広木・井出（2019）を紹介している。一方、ROEの目標基準に据えることに真っ向から反対する研究として、手島（2015），藤田（2016），そして伊藤氏翻訳本（Stern et al. 2001, 伊藤訳 2002），伊藤（2014）を挙げている。「伊藤レポート」の座長である伊藤氏が著作や翻訳本で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ことは特筆すべきと考える。
- 13 国連が支援する「責任投資原則」（PRI）は、「責任投資6原則」の実践に取り組む投資家の国際的ネットワークでもある。その目的は、投資家にとっての持続可能性の意味を理解し、署名者が投資の意思決定と所有の実践にこれらの問題を組み込むことを支援することである。
- 14 日経電子版2024年11月19日「トランプ時代の「ESG2.0」環境や人権，企業評価に必須」小平龍四郎。
- 15 三菱UFJ信託銀行（2015）の調査による。また野村インベスター・リレーション編集部（2015, p.21）では、上場企業138社に行ったアンケートで約8割の企業が「伊藤レポートのROE8%以上」におおむね賛同していると記している。
- 16 PBRに着目が集まったのは筆者の現場感覚では、時代的には3年前くらい（2021年～2022年）からであり、実務の現場では比較的重要視されていない指標だった。
- 17 この視点の説明として、さしあたり米澤（2016）など。
- 18 2024年3月19日の金融政策決定会合の「金融政策の枠組みの見直しについて」で「ETFおよびJ-REIT」について、新規の買い入れを終了する。」と正式に公表しており、最後のETF購入は2023年10月4日だった。ブルームバーグが示したデータによると、日銀はETFを通じて日本株市場の約7%，保有総額はおよそ70兆円という。出所）Bloomberg「日銀金融正常化へ一歩」2024年3月13日記事，<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-03-13/SA9G11T0AFB400>，2024年8月24日閲覧。
- 19 2015年度の運用損失は5.3兆円となった。
- GPIFの投資原則によれば、資金総額の5%（約7億円）を海外のインフラファンドに投資することができる。見直し前の当時の時点では800億円程度であった。

- 20 ISS, 2014年11月6日, 「ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定の正式決定について」
https://www.issgovernance.com/file/policy/iss-policy-update-announcement_japanese.pdf,
2025年2月19日閲覧。
- 21 企業体力を上回る株主還元の事例ばかりではないが、最近の上場企業の株主還元総額の急激な増加は顕著なものがある。上場企業の2023年度の自社株買いは初めて10兆円を超え、2年連続で過去最高になった（日経2024年4月23日電子版記事）。また上場企業の2024年3月期の株主還元総額（配当と自社株買いの合計）は約25兆円と、こちらも2年連続で過去最高となる見通しだった（日経2024年3月25日電子版記事）。業績拡大と手許現金の増加が背景にはあるが、東証のPBR等の資本効率改善要請が効いている。資本効率改善とPBR, ROEといった経営指標改善がセットの達成目標に設定されると株主還元を充実させるのが一番の近道になる。その背後では、株主以外のステークホルダー（社中）メンバーへの還元が二の次になっている。例えば2024年3月の実質賃金は2.5%減で、24カ月連続マイナスで過去最長を示し（日経2024年5月9日電子版記事）、2024年6月に27カ月ぶりに前年同月比プラスに転じたが、その後一進一退の状況である（日経2024年10月11日経済教室、細野薫氏記事。）「毎月勤労統計調査——令和6年7月結果速報——」では、実質賃金（現金給与総額）は前年同月比0.4%増、実質賃金（きまって支給する給与）は0.8%減となった。（2024年9月5日 厚生労働省発表）<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/monthly/r06/2407p/2407p.html>, 2024年10月20日閲覧。
- 22 繰り返しになるが、企業の業績評価、ひいては経営者の経営評価に用いる指標を自身の判断で操作可能ということであり、財務指標のテキストにはかならず明記されているROEの問題点である。
- 23 白田（2023）では全上場会社ROE・ROA・売上高利益率・自己資本比率・留保利益率の推移（1971年～2020年）の図表を示しており、1971年～1974年のオイルショックまでの日本企業のROEは上場企業全体の中央値で21%から23%の値を、上場企業トップ5%のAA格付企業のROE中央値や、34%から38%をつけていたことを確認している。またその後バブル経済の1989年から日本企業のROEは下降しはじめ、2000年近辺から8%から10%の間で推移し、現在に至るとデータを用いて解説している。
- 24 前掲注9、鈴木裕（2020）参照。
- 25 スピーダ経営企画サークル「解説 議決権行使助言会社って？影響力は？」『NewsPicks』2024年6月14日記事, <https://newspicks.com/news/10127157/body/>, 2024年6月14日閲覧。
- 26 Acharya, V. V., Y. Amihud and L. Litov (2011). “Creditor Rights and Corporate Risk-taking.” *Journal of financial Economics*, 102(1), pp.150–166.
- 比較した国は12か国にわたり、ボラティリティ（リスク）が高い順から、1）オーストラリア、2）トルコ、3）カナダ、4）米国、5）英国、6）ブラジル、7）ドイツ、8）韓国、9）フランス、10）スペイン、11）イタリア、で、日本は12番目である。
- 27 中野誠（2009）『業績格差と無形資産：日米欧の実証研究』（Doctoral dissertation, 一橋大学）。
- 28 Takada, T., M. Sakaki, Y. T. Tsay and M. H. Hsueh (2023) “Public Interest Capitalism

Companies in Japan and Taiwan: Empirical Evidence,” Conference Paper presented at International Conference on Business Administration (ICBA) Taiwan, May 12th, 2023. なお本論文は当該学会の Best Paper Award を獲得して表彰された。

- 29 ポーター, M. & M. R. クラマー (2008) 「競争優位の CSR 戦略」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』 pp.37-52。
- 30 「公益資本主義」の詳細については, 原 (2009, 2017, 2018) を参照のこと。

References

- 青木茂男 (2008) 「収益力の日米比較——企業価値創出の根源的なもの——」, 『会計プロフェッション』 (青山学院大学大学院会計プロフェッション研究学会) (3), pp.41-56。
- 浅野礼美子・佐々木隆文 (2011) 「社会的責任投資 (SRI) ファンドのパフォーマンスに関する実証研究」特集 ESG 投資, 『証券アナリストジャーナル』 第49巻第5号, pp.29-38。
- 伊藤邦雄 (2014) 『新・企業価値評価』 日経 BP マーケティング (日本経済新聞出版社)。
- 岩井克人 (2009) 『会社はこれからどうなるのか』 平凡社ライブラリー。
- 岩井克人・小林陽太郎・原丈人・糸井重里 (2005) 『会社はだれのものか』 平凡社。
- 上村達男 (2002) 『会社法改革——公開会社法の構想』 岩波書店。
- 上村達男 (2021) 『会社法は誰のためにあるのか: 人間復興の会社法理』 岩波書店。
- 加護野忠男 (2016) 「監査役制度をなくしてしまってもよいのか: 東芝の失敗から何を学ぶか」『月刊監査役』 (656), pp.36-40。
- 菊地正俊 (2018) 『No1. ストラテジストが教える相場を大きく動かす「株価指数」の読み方・儲け方』 日本実業出版社。
- 北川哲雄 (2015) インタビュー「企業報告における非財務情報の開示のあり方〜投資家の視点から〜」『会計情報』, Deloitte Touche Tohmatsu LLC Vol.453, pp.40-45。
- 栗野智之・小西健史・本間丈明 (2015) 「投資指標としての ROE」『三菱 UFJ 信託資産運用情報』 2015年3月号, pp.1-19, https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf。
- 経済産業省 (METI) (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〜」 (伊藤レポート)。
- 櫻井通晴 (2020) 「コーポレートガバナンス・コードの制定と ROE 活用の是非」特別講演, 『管理会計学』 日本管理会計学会誌, pp.3-24。
- 白田佳子 (2023) 「経営分析における理論と企業実態との乖離に関わる実証研究—会計概念からもたらされる誤謬の検証—」『経営会計研究』 第26巻第1号, pp.1-14。
- 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, 2015。
- 野村インベスター・リレーションズ編集部 (2015) 「上場会社アンケート (138社回答)」『アイアール magazin』 New Year 2015, 2015年1月1日号。
- 原丈人 (2003) 「論点 企業は誰のものなのか」, 『読売新聞』 2023年3月6日第13面。

ROE経営の落とし穴：公益資本主義に基づく考察

- 原丈人（2009）『新しい資本主義 希望の大国・日本の可能性』PHP 新書。
- 原丈人（2013, 増補2018）『21世紀の国富論』『増補21世紀の国富論』平凡社。
- 原丈人（2014）「公益資本主義とアベノミクス成長戦略」, 『現代監査』No.24 March, pp.3-16。
- 原丈人（2017）『「公益」資本主義 英米型資本主義の終焉』文春新書。
- 福井義高（2015）「伊藤レポートはMM 定理がお嫌い？」連載ひょっとすると役に立つかもしれない会計の話14, 『経営財務』Vol.67, No.5, pp.97-103。
- 福井義高（2021）『たかが会計—資本コスト、コーポレートガバナンスの新常識』中央経済社。
- 藤田勉（2016）『コーポレートガバナンス改革時代のROE 戦略』中央経済社。
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer（2015）『改正会社法, コーポレートガバナンス・コードと「社外取締役」』, Discussion Paper, 東京大学, CJ-271, pp.1-85。
- 三輪芳朗（2015）「2014会社法改正, 「コーポレートガバナンス・コード」と「社外取締役」」『大阪学院大学経済論集』28（2）, pp.15-140。
- 柳良平（2013）「Equity Spreadの開示と対話の提言—東証の「企業価値向上表彰」創設に際して」『企業会計』2013年1月号, pp.86-93。
- 柳良平（2014）「最適資本構成に基づく最適配当政策の重要性—日本企業と投資家のダイコトミーへの処企業会計方箋」特集 安定配当の是非を問う, 再考日本企業の配当政策, 『企業会計』2014年7月号, pp.44-51。
- 柳良平（2015）『ROE 革命の財務戦略 外国人投資家が日本企業を強くする』中央経済社。
- 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。
- 山を動かす研究会編, 杉浦秀徳他著（2014）『ROE 最貧国日本を変える』日本経済新聞出版社。
- 米澤康博（2016）「公的年金積立金運用とコーポレートガバナンス改革」新生銀行マーケットコメントリー記事, https://www.sbishinseibank.co.jp/market_info/sp_report/index_141010.html, 2016年9月28日閲覧, 2025年1月9日現在リンクは切れている。
- Brammer, S. and A. Millington (2008) “Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance,” *Strategic Management Journal*, Volume 29, Issue 12, pp.1325-1343, December 2008.
- Business Roundtable (2019) “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’,” Updated Statement Moves Away from Shareholder Primacy, Includes Commitment to All Stakeholders, August 19th, 2019, <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>, Accessed on Feb. 19th, 2025.
- De Wet, J.H.V.H. and E. Du Toit (2007) “Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance,” *S.Afr.J.Bus.Manage*, 2007, 38(1).
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok and D. Mishra (2011) “Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?,” *Journal of Banking & Finance*, 35, 2388-2406.

- Griffin, Jennifer J and J. F. Mahon (1997) “The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research,” *Business and Society*; 36, (1); 5–31.
- Hong, H and M. Kacperczyk (2009) “The Price of Sin: The effects of Social Norms on Markets,” *Journal of Financial Economics*, Vol.93(1), July, pp.15–36.
- Kay (2012) “The Kay review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report,” July, 2012, so-called “Kay Report”.
- Lazonick, W. (2017) “Marketization and Financialization: How the U.S. New Economy Business Model Has Devalued Science and Engineering PhDs” available at <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/Lazonick2020Marketization20and20Financialization202017043020final.pdf> , accessed on Oct. 13th, 2024.
- Murray, A., D. Sinclair, D. Power and R. Gray (2006) “Do financial markets care about social and environmental disclosure?: Further evidence and exploration from the UK,” *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 19 No. 2, 2006, pp. 228–255.
- Stern, J. M., J. S. Shiely, and I. Ross (2001) *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons, Inc. 伊藤邦雄訳（2002）『EVA—価値創造への企業変革』日本経済新聞社.