

経営

企業価値経営と管理会計

No. 4

日本工業大学教授 宇野 永 紘

このシリーズも今回が最終回になるが、経営者がVBM（企業価値経営）を志向する際に着目すべき経営指標について筆者の考えをまとめてみる。

「ROE経営」の問題点

表1は、二〇〇一年一月に日本経済新聞が実施したアンケート調査の結果であり、わが国の企業経営者が重視する経営指標をあらわしている。資料が若干古いくらいはあるものの、わが国の企業経営者の考え方を示しており、興味深い。

表からも明らかのように、「ROE経営」などというマスコミ用語があるくらいにわが国の企業経営者はROE（株主資本利益率）がお好きなようである。しかしROEは不完全な経営指標であり、その使用には注意を要する。

一般にROEには次の三つの欠陥があるとされている。
近視眼的指標である。

企業は将来を見据えて長期的な観点から投資を実施する必要があるが、投資を行えばROEは短期的に低下してしまう。

リスクを無視した指標である。
財務会計上の簿価ベースの指標である。

ROEに似た概念にROA（総資産利益率）がある。こちらは借入金のような他人資本も含めた総資産に対するリターンを測定する指標であり、ROEに比べて多少視野が広くなっている。しかし、貸借対照表借方の総資産合計には本来の事業に直接影響のない資産の金額が含まれているだけでなく、流動資産項目に売上債権や在庫が、また貸方の負債・資本合計（総資産合計に一致）には流動負債項目に計上された買掛債務が単純に計上される関係から、分母に用いられる総資産合計額がどうしても過大な数字になってしまう。こちらも利益率の測定指標としては不十分と言わざるを得ない。

加えてROEにしるROAの計算では、分子に財務会計上の「当期利益」の金額が用いられるが、この欄の第一回（23・二〇〇四年冬号）で述べたように、これが企業の本当の利益、株主の立場から見ると、企業の真の利益を表しているのかという点でははなはだ疑わしい。これではROEもROAも経営指標、特にVBMを実践する場合の経営指標としては不完全ということになる。

RONA、ROIC、ROCEを使う

聞きなれない横文字で恐縮ながら、いずれもいまだに適切な日本語訳が確立していない術語なので横文字をそのまま使わせていただく。順に Return on net assets, Return on invested capital, Return on capital employed の略語であるが、「使用資本利益率」とでもいうべきもので、三つともが概ね同じ概念である。ROAの修正版と思って頂いてかまわない。分母には、第三回で触れた使用資本額が、また分子には、これも第三回で紹介したNOPAT（株主、債権者の別なく資本の提供者に対するリターン）が用いられている。

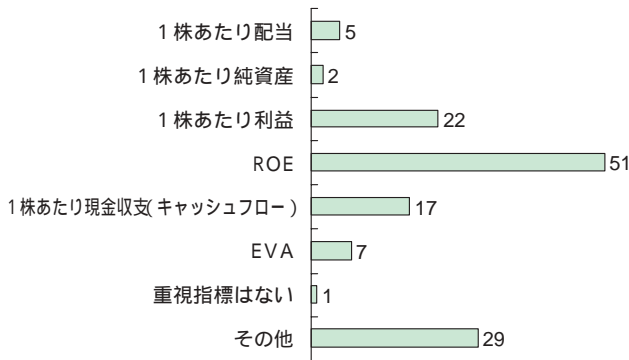
表2を参照されたい。ここでは自己資本と他人資本の構成こそ違つが、使用資本がすべて十億円である四つの異なるケースを想定してROE、ROA、ROCEを算出、比較している。ケースでは借り入れがないが、それ以外のケースでは借り入れがあり他人資本が利用されている。それぞれのケースで当期利益は異なるが、NOPAT（ここでは当期利益に税引き後の支払利息を足し戻した金額を使用している）でみると、すべてのケースで三千六百万円になっている点に注意してほしい。

ケースからケースにすすむほど、つまり他人資本に対する依存度が高まるほどROEは増加、ROAは減少するが、ROCEは常に一定である。このようにROCEは資本・負債比率の影響を受けない指標であり、資本の提供者（株主と債権者）に対するリターンを測定するには、ROEやROAに優る指標であることがわかる。

表1 日本企業が重視する経営指標

経営指標としてもっとも重視しているものは何ですか？

(2001年1月31日 日本経済新聞社調査)



(主要上場企業300社を対象に調査、回答221社、一部重複回答あり)

表2 ROE, ROA, ROCEの比較

ケース共通仮定：他人資本(負債)コスト 4% 税率 40% (単位：百万円)

	ケース	ケース	ケース	ケース
自己資本	1,000	600	500	400
他人資本(負債)	0	400	500	600
使用資本合計	1,000	1,000	1,000	1,000
自己資本比率	1.00	0.60	0.50	0.40
営業利益	60	60	60	60
金利	0	16	20	24
経常利益	60	44	40	36
税金	24	18	16	14
当期利益	36	26	24	22
当期利益+税引後支払い金利	36	36	36	36
ROE	0.036	0.044	0.048	0.054
ROA	0.036	0.026	0.024	0.022
ROCE	0.036	0.036	0.036	0.036

ところでVBMの考え方はわが国ではようやく緒についたばかりという感じが強いが、世界、とりわけ欧米先進国の状況を考えると、これが今後経営思想の主流になることは間違いない。上場企業の場合には市場の評価である株価をベースに時価総額を求めて自社の価値を知るという方法もありえるが、非上場企業の場合には何らかの方法で自社の価値を算出する必要がある。前述のように企業価値算出の第一歩は将来予想フリーキャッシュフローの流れを想定することから始まる。次に自社のWACCを算出して、さらに予想フリーキャッシュフローをこのWACCで割り引いて現在価値を求めればこれが自社の価値を表すことになる。経営者の皆さんには是非とも一度自社の価値を自ら計算していただきたいものである。

(完)

ただしROCEを使用する場合でもROEに内在する問題点がすべて解消するわけではないので注意が必要である。分母に何を選ぶにしても、所詮この種の指標はリターンを回避する比率であり、この比率の低下を回避するには分母そのものの増大を抑えるのが比率を良くする早道である。しかし、これでは企業の永続的成長には欠かすことの出来ない新規投資を抑制し、縮小均衡を招くという危険性をはらんでいる。また比率である以上、これと比較してその是非を判断するための標準が必要になる。ROCEの改善、向上に資する投資案件だからといってこれを是認してしまうのは危険である。

WACCとの比較のポイント

このROCEとの比較標準には第二回でとりあげた加重平均資本コスト(WACC)を選ぶ。ROCEがWACCを上回っていれば、企業価値が増大、下回れば減少する。ROCEとWACCの差のことをROCEマージンと呼ぶが、このマージンがプラスの値をとる限り、企業価値は増大していくことになる。ROCEが使用資本が生み出すNOPATのリターン率であるのに対してWACCはこの使用資本の調達に要したコスト率であることを考えれば、使用資本の金額にこのマージン(率)を乗じたものが企業価値の増分、つまりEP(経済利益)ということになる。

結びにかえて

以上四回の連載で纏々述べてきた筆者の論点をまとめてみる。企業経営にあたっては財務利益だけではなく、経済利益にも注目すべきである。経済利益の算出には管理会計手法の利用が不可欠である。経済利益の代表的なものに「残余利益」があるが、筆者としてはEP(エコノミックプロフィット)の利用をお勧めする。EPの算出には自社のNOPAT、使用資本、WACCを知る必要がある。ROEやROAではなくROCEに注目すべきである。