

CORE30企業における 3つのROEによる比較

白坂ゼミ3年 沼田彩夏
石井晴菜
山川彩美

CORE30企業とは

東証上場企業のうち、時価総額、流動性の特に高い30銘柄で構成された株価指数のこと

CORE30企業 ※2019年10月31日現在

| | | |
|----------------------|-----------------------|----------------------|
| 2914 日本たばこ産業 | 6861 キーエンス | 8316 三井住友フィナンシャルグループ |
| 3382 セブン&アイ・ホールディングス | 6954 ファナック | 8411 みずほフィナンシャルグループ |
| 4063 信越化学工業 | 6981 村田製作所 | 8766 東京海上ホールディングス |
| 4452 花王 | 7203 トヨタ自動車 | 8802 三菱地所 |
| 4502 武田薬品工業 | 7267 本田技研工業 | 9020 東日本旅客鉄道 |
| 4503 アステラス製薬 | 7751 キヤノン | 9022 東海旅客鉄道 |
| 4568 第一三共 | 7974 任天堂 | 9432 日本電信電話 |
| 6098 リクルートホールディングス | 8031 三井不動産 | 9433 KDDI |
| 6501 日立製作所 | 8058 三菱商事 | 9437 NTTドコモ |
| 6758 ソニー | 8306 三菱UFJフィナンシャルグループ | |
| 9984 ソフトバンクグループ | | |

問題の所在

伊藤レポート

「各企業はROEが8%を上回るべき」

ROE算出式（日本）

分子：親会社に帰属する当期純利益

分母：自己資本（株主資本＋その他包括利益累計額）



しかし

分子：親会社に帰属する当期純利益⇒包括利益を含まない

分母：自己資本⇒その他の包括利益累計額が含まれる

疑問 分子に包括利益を含めば8%を超えるのでは？

大東文化大学図書館の 財務分析関連書籍のROEの計算式

『財務諸表分析』 第7版(桜井久勝(2017))

自己資本利益率 = 親会社に帰属する当期純利益 / 自己資本

包括利益ROE = 親会社に係る包括利益 / 自己資本

※包括利益にするとROEの変動傾向が強いため当期純利益を
業績尺度として位置付けている

近年出版された 財務分析関連書籍におけるROEの算出式

| | 文献名 | 編著者 | 出版年 | ROEの算出式 |
|----|----------------------------------|-----------|------|--|
| 1 | 財務諸表分析 | 乙政正太 | 2019 | ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 / 自己資本 修正ROE, Basic ROEもあり。 |
| 2 | アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション | S.H. ペンマン | 2018 | ROCE(ROE) = 普通株主に帰属する包括的な利益 / 簿価 |
| 3 | 自己資本利益率(ROE)の分析 | 西山賢吾 | 2017 | ROE = 当期利益 / 自己資本 |
| 4 | 経営力と経営分析 | 坂本恒夫他 | 2017 | ROE = 当期純利益 / 自己資本 * 100 |
| 5 | 財務報告論 | 矢部孝太郎他 | 2017 | ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 / 自己資本 |
| 6 | 財務諸表分析 | 桜井久勝 | 2017 | ROE = 親会社に帰属する当期純利益 / 自己資本 |
| 7 | 実践財務諸表分析 | 新田忠誓他 | 2017 | ROE = 当期純利益 / {(期首株主資本 + 期末株主資本) / 2} |
| 8 | 「ROEって何?」という人のための経営指標の教科書 | 小宮一慶 | 2015 | ROE = 当期純利益 / 自己資本 |
| 9 | これでナットク!財務入門から経営分析まで、1冊でマスターできる本 | 小林工 | 2015 | ROE = 当期純利益 / 自己資本 |
| 10 | 財務諸表分析 | 桜井久勝 | 2015 | 自己資本純利益率(ROE) = 当期純利益 / 自己資本 |

アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション

S.H.ペンマン

ROCE (ROE)

=普通株主に帰属する包括的な利益 ÷ 簿価 (株主資本)

その他包括利益を

欧米: 包括利益 (含む) ÷ 株主資本 (含まない)

→ 分子大きい

日本: 当期純利益 (含まない) ÷ 自己資本 (含む)

→ 分母大きい

ROEに関連する研究の検討

- ROEの定義の変遷について



国際会計基準の影響によるものである

- 研究論文

- 平屋伸洋(2015年)

「ROE経営の誤謬 資本コストとROEの無関連性」

- 大柳康司(2018年)

「伝統的収益性分析の再検討 新たなROE分解式の提案」

- 亀川雅人(2019年)

「IASB討議資料の利益概念と資本利益率」

平屋論文の概要1

- 討議資料「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」

➡ 包括利益を重視する立場から純利益も企業の業績を測定する重要な項目とするべきとしている

影響を受けている資本利益率を取り上げてどのような情報を提供するかについて考察

- 資本概念について、クリーンサープラス関係と資本の帰属という視点から考察をした結果

➡ 株主資本純利益率と自己資本包括利益率の2つの資本利益率の組み合わせを提示

平屋論文の概要2

- 3つ資本利益率の推移について検証

- 自己資本純利益率

(分子:親会社に帰属する当期純利益、分母:株主資本+その他の包括利益累計額)

- 株主資本純利益率

(分子:親会社に帰属する当期純利益、分母:株主資本)

- 自己資本包括利益率

(分子:親会社に係る包括利益、分母:株主資本+その他の包括利益累計額)

- 3つの資本利益率は全く異なる情報を提供する可能性がある
- 理由:それぞれの分母と分子を構成する項目が時価評価の項目を含んでいるかどうか

大柳論文の概要1

- 会計ビッグバンによる新しい会計基準が収益性分析に与える影響について検討
- 従来の収益性分析を伝統的収益性分析と捉え、それに対し新たな枠組みの提案を試みている
- 新たな会計基準が伝統的収益性分析に及ぼす影響を把握するために連結決算、包括利益の導入、税効果会計、減損会計について検討
 - ➡ 包括利益においてはROEの計算に大きな影響を及ぼしているとして、包括利益を純資産で除したもののROEcomとして検討
- 伝統的収益性分析において中心となるROEを起点とした分解式を提案

大柳論文の概要2

三菱自動車の伝統的収益性分析比率

| | 2011年3月期 | 2012年3月期 | 2013年3月期 | 2014年3月期 | 2015年3月期 | 2016年3月期 | 2017年3月期 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ROEcom | 7.20% | 8.00% | 28.68% | 27.03% | 24.25% | 4.79% | -29.48% |
| ROE | 5.58% | 7.31% | 10.60% | 21.14% | 18.52% | 10.74% | -25.69% |
| 純資産OCI率 | -0.17% | -2.27% | 15.18% | 3.26% | 4.59% | -6.68% | -1.15% |
| 税効果調整率 | -7.74% | 4.66% | 14.97% | -12.48% | -5.94% | 7.31% | -3.01% |

- ROEの分解式は包括利益、税効果会計、減損損益の影響を考慮したものであり、ROEの変動がなぜ生じているのかを理解するうえで有用だと考えられるとしている

亀川論文の概要1

- 資本コストとROEは比較可能な概念ではないため、資源配分をミスリードさせる危険性があるとの見解より論理を展開している
- 投資の経済計算と財務諸表の分析について
 - ➡ 財務諸表上の利益やROEと市場で形成される株価や資本コストの間には因果関係はない
- 過去の投資が内部収益率 \geq 割引率を実現する経営であるならば、 $ROE >$ 割引率は常態を意味する

亀川論文の概要2

- 資本コストと財務諸表分析の比較事例
 - 期間損益計算に基づくROEと市場における投資家の機会費用の認識には時間的なズレがあり、財務諸表上の数値と市場価値の乖離が生じる
- 新たなプロジェクトを実施する際には既存事業の資本コストではなく、当該プロジェクトの資本コストを要求するが、これは資本コストの測定問題を循環論に陥らせる
 - ➡ • プロジェクトの採否を評価するためのWACCは、その実施後に初めて分かる
 - 資本コストの測定は論理的に不可能だとしている

ROEに関する論文により明らかになったこと

1. 出版されている書籍よりも前に自己資本利益率に関する問題が指摘されていたということ
2. 指摘されてはいたが、表現が論者によって異なることから分かる通り、あまり問題点として注目されずに現在に至っているということ
3. ROEと資本コストの比較には問題点も存在すること

CORE30企業を分析

3つのROE

ROE(自己資本利益率)

= 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 自己資本

BasicROE(株主資本利益率)

= 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 株主資本

修正ROE(自己資本包括利益率)

= 親会社株主に係る包括利益 ÷ 自己資本

CORE30企業を分析

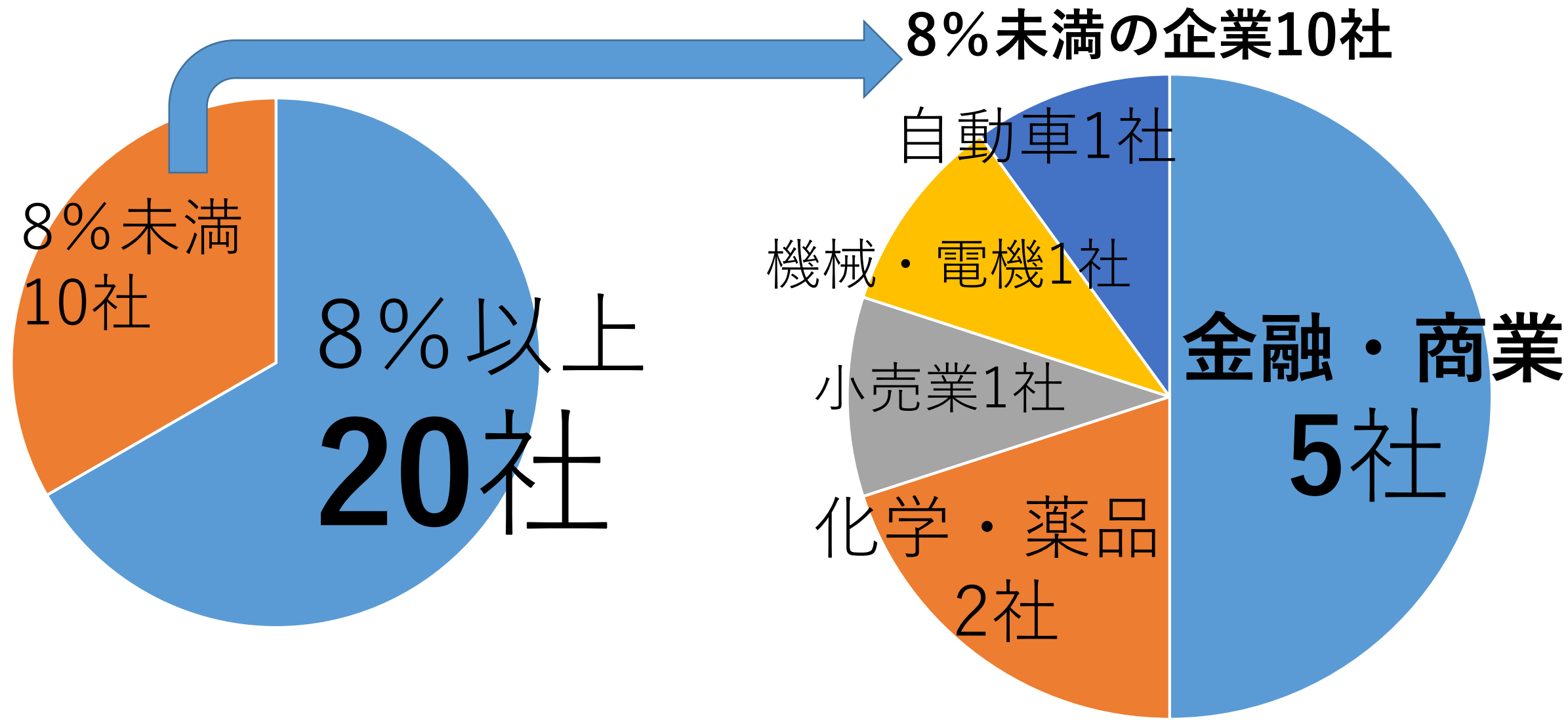
分析に使用した項目

- 株主資本
- 自己資本
- 当期純利益
- 包括利益

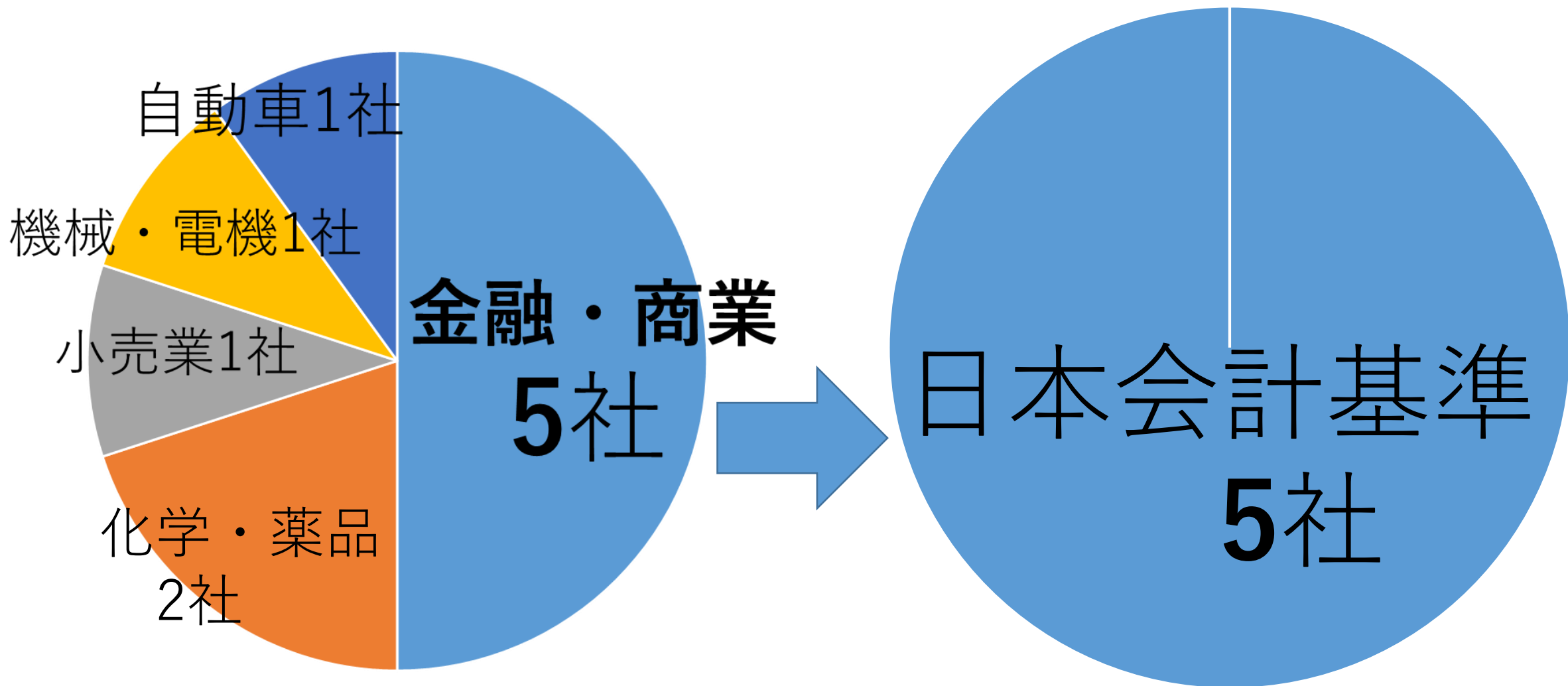
3つのROEの算出式
に使用される項目

ROEの分析

CORE30企業の中で直近のROE数値が8%以上の企業

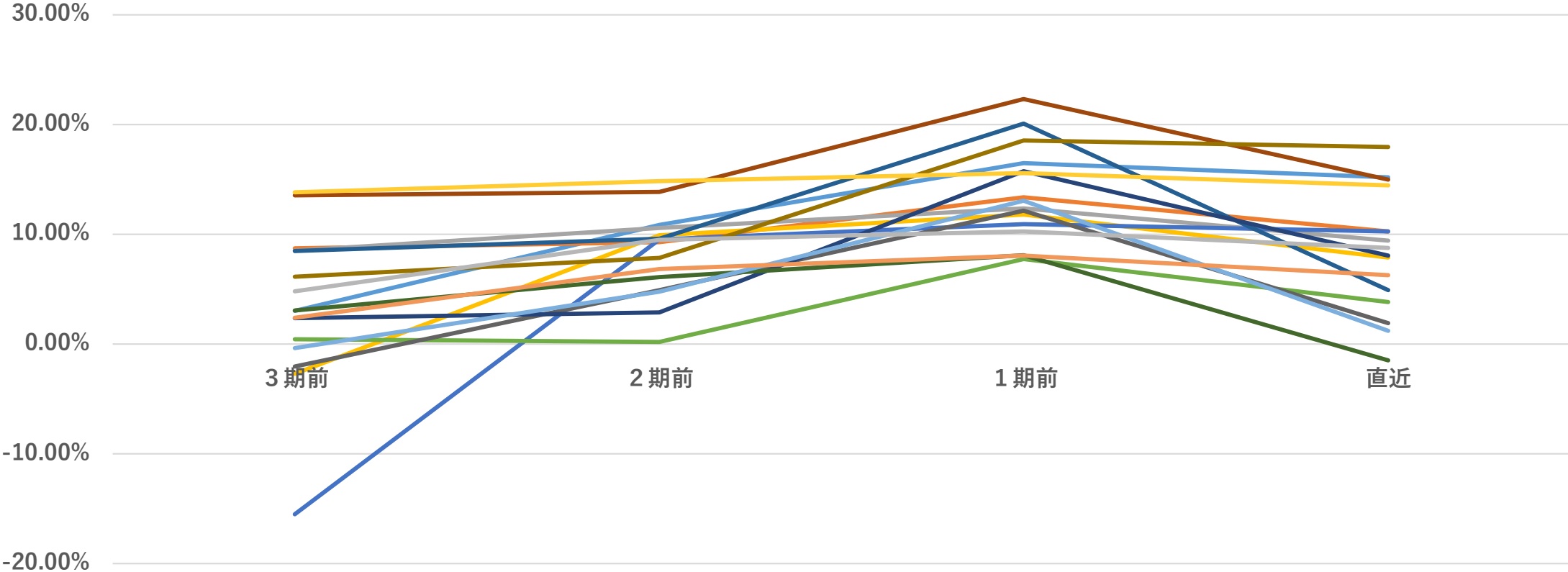


CORE30企業の中で直近のROE数値が8%未満の企業



修正ROEの分析

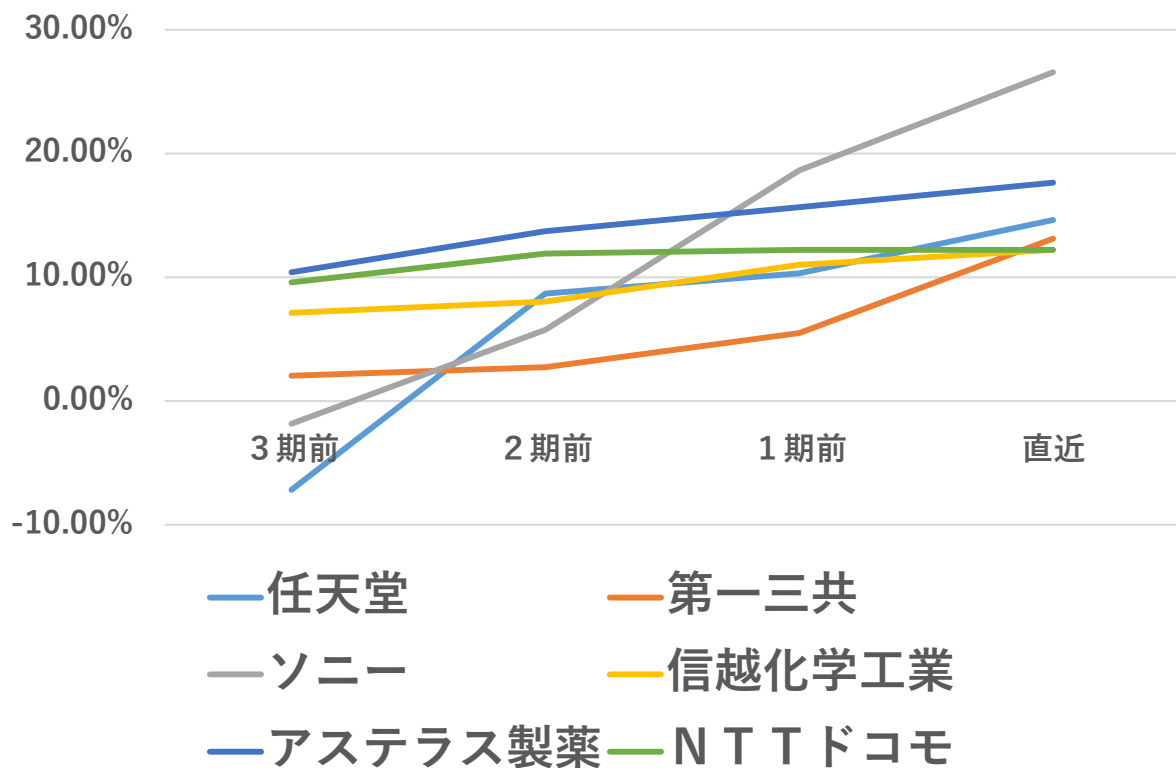
修正ROEの推移①



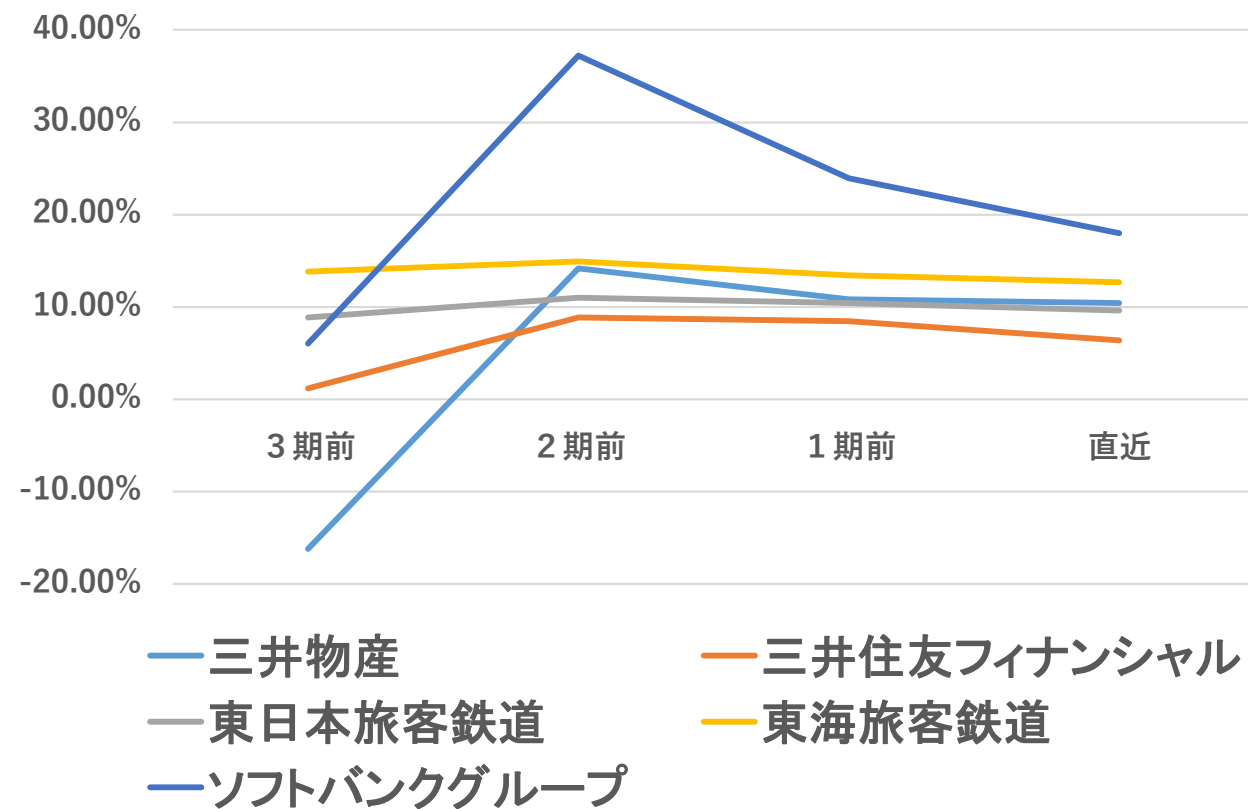
- キーエンス
- トヨタ自動車
- 三菱商事
- 日本たばこ産業
- 武田薬品工業
- 日立製作所
- 東京海上ホールディングス

- ファナック
- 本田技研工業
- 三菱UFJフィナンシャルグループ
- 花王
- リクルートホールディングス
- みずほフィナンシャル
- 三菱地所

修正ROEの推移②



修正ROEの推移③



直近のROEと修正ROE

| | 修正ROE | ROE |
|------------------|--------|--------|
| キーエンス | 15.19% | 15.23% |
| ファナック | 10.27% | 10.63% |
| 村田製鉄所 | 13.37% | 13.52% |
| トヨタ自動車 | 9.42% | 9.64% |
| 本田技研工業 | 7.87% | 7.53% |
| キャノン | 4.79% | 8.87% |
| 任天堂 | 14.64% | 14.22% |
| 三井物産 | 10.44% | 10.06% |
| 三菱商事 | 10.25% | 10.71% |
| 三菱UFJフィナンシャルグループ | 3.82% | 5.42% |
| 日本たばこ産業 | 4.92% | 14.66% |
| 花王 | 14.99% | 18.69% |
| 第一三共 | 13.11% | 7.47% |
| ソニー | 26.57% | 25.80% |
| セブン&アイ・ホールディングス | 7.60% | 7.97% |

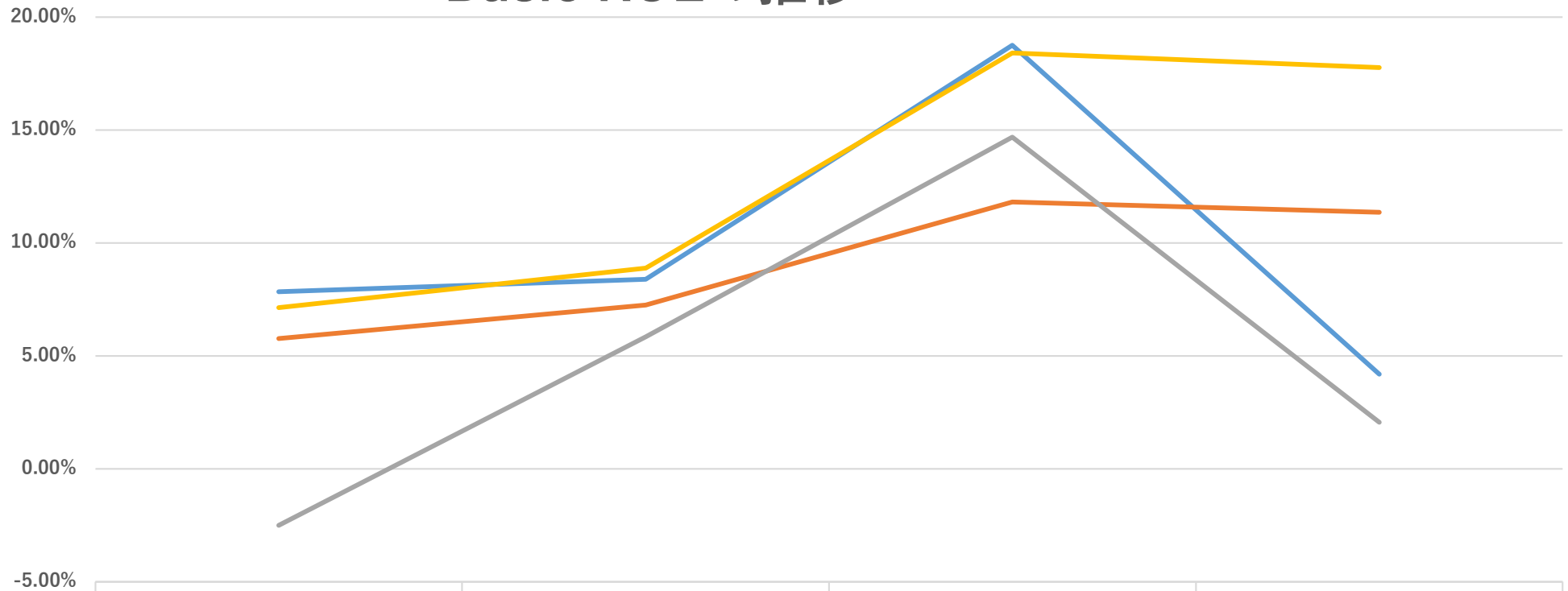
| | 修正ROE | ROE |
|---------------|--------|--------|
| 信越化学工業 | 12.21% | 12.40% |
| 武田薬品工業 | 1.92% | 2.12% |
| アステラス製薬 | 17.66% | 17.66% |
| リクルートホールディングス | 17.96% | 18.05% |
| 日立製作所 | 8.07% | 6.82% |
| 三井住友フィナンシャル | 6.39% | 6.75% |
| みずほフィナンシャル | -1.47% | 1.10% |
| 東京海上ホールディングス | 1.21% | 7.68% |
| 三菱地所 | 6.26% | 7.60% |
| 東日本旅客鉄道 | 9.58% | 9.63% |
| 東海旅客鉄道 | 12.64% | 12.64% |
| 日本電信電話 | 8.75% | 9.05% |
| KDDI | 14.44% | 14.76% |
| NTTドコモ | 12.21% | 12.35% |
| ソフトバンクグループ | 17.98% | 17.61% |

Basic ROEの分析

系統

- 3期前から1期前にかけて増加し、1期前から直近にかけて減少した企業
- 3期前から直近にかけて増加し続けている企業
- 3期前から2期前にかけて減少し、2期前から1期前にかけて増加、1期前から直近にかけて再び減少した企業
- 3期前から2期前にかけて増加し、2期前から直近まで減少し続けている企業
- その他

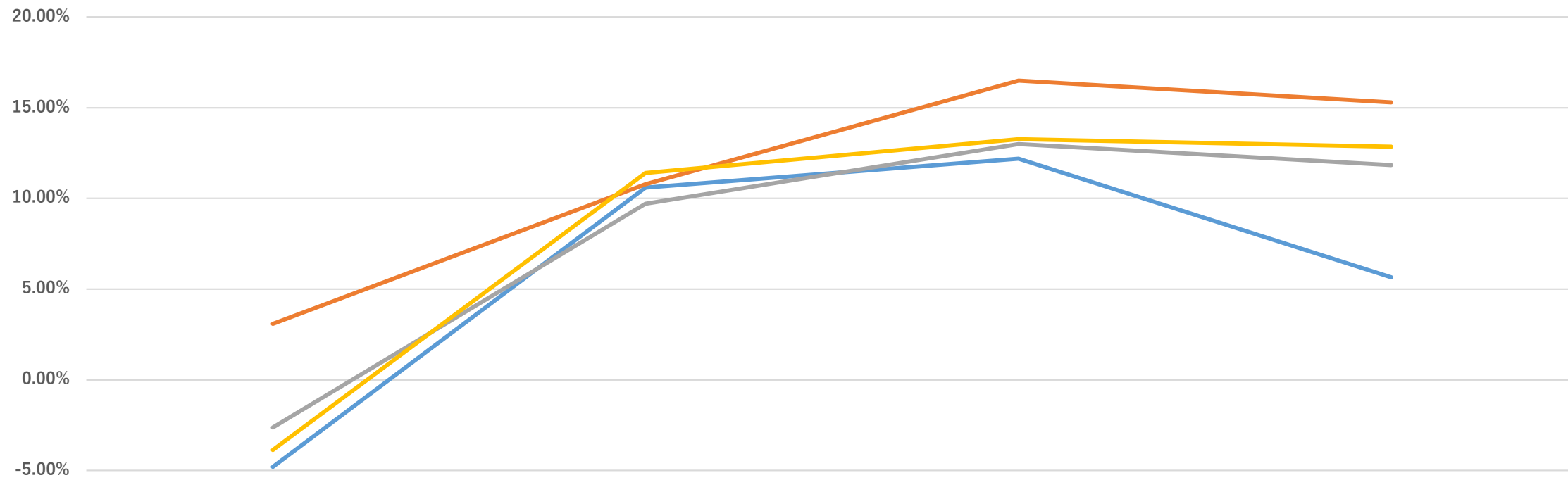
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| — 日本たばこ産業 | 7.85% | 8.39% | 18.75% | 4.20% |
| — 信越化学工業 | 5.76% | 7.25% | 11.81% | 11.35% |
| — 武田薬品工業 | -2.49% | 5.84% | 14.68% | 2.07% |
| — リクルートホールディングス | 7.14% | 8.88% | 18.40% | 17.77% |

— 日本たばこ産業 — 信越化学工業 — 武田薬品工業 — リクルートホールディングス

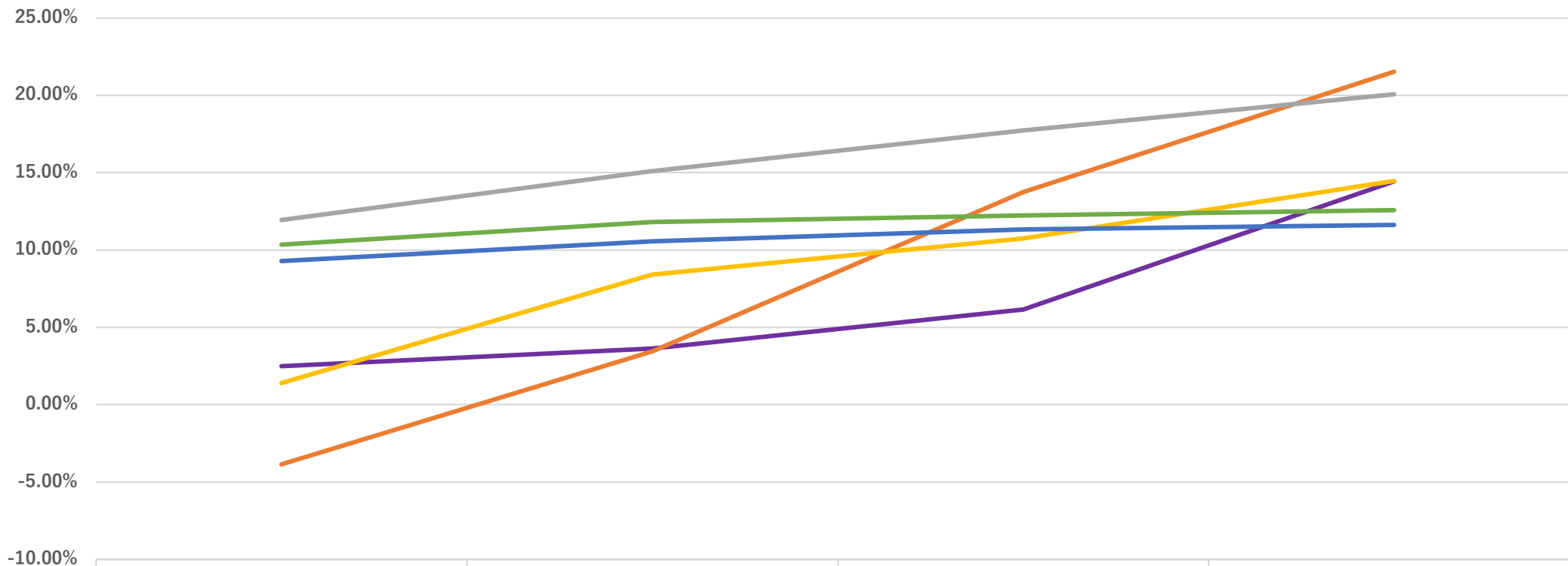
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 日立製作所 | -4.81% | 10.59% | 12.19% | 5.66% |
| キーエンス | 3.09% | 10.78% | 16.50% | 15.30% |
| 三井物産 | -2.63% | 9.71% | 12.99% | 11.84% |
| 三菱商事 | -3.86% | 11.41% | 13.27% | 12.86% |

日立製作所 キーエンス 三井物産 三菱商事

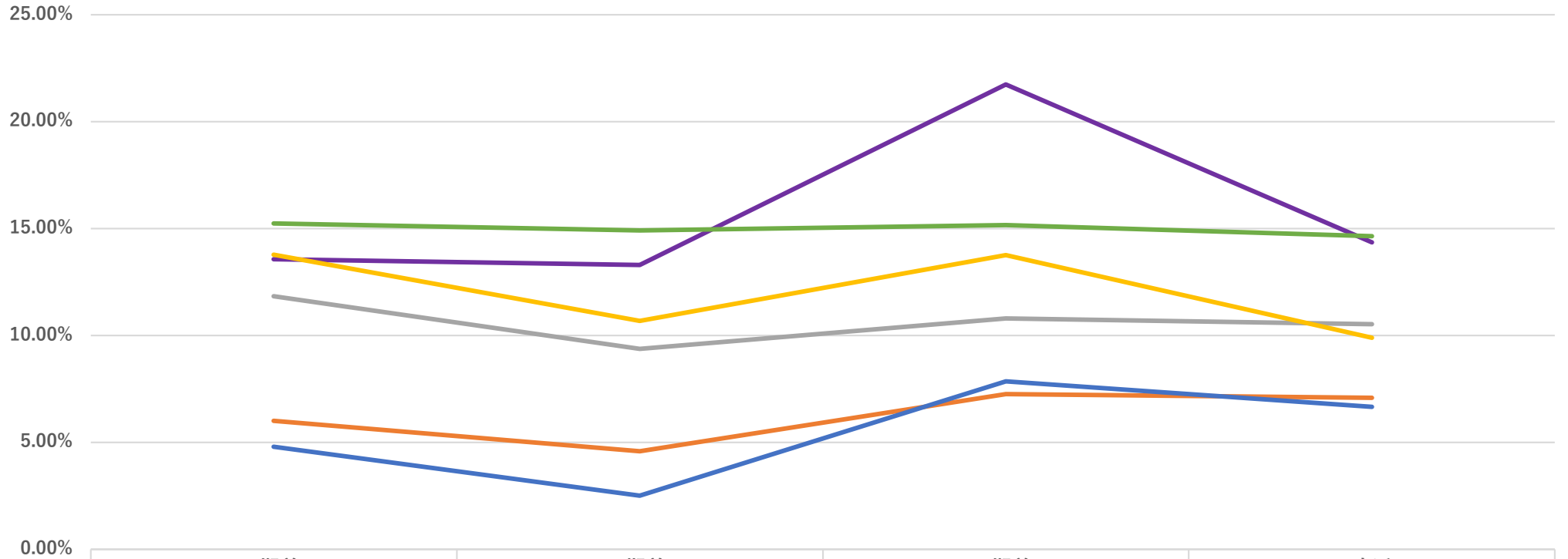
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 第一三共 | 2.49% | 3.64% | 6.16% | 14.45% |
| ソニー | -3.86% | 3.46% | 13.75% | 21.53% |
| アステラス製薬 | 11.94% | 15.11% | 17.72% | 20.07% |
| 任天堂 | 1.41% | 8.42% | 10.74% | 14.46% |
| 三菱地所 | 9.30% | 10.56% | 11.34% | 11.63% |
| NTTドコモ | 10.34% | 11.80% | 12.24% | 12.57% |

第一三共 ソニー アステラス製薬 任天堂 三菱地所 NTTドコモ

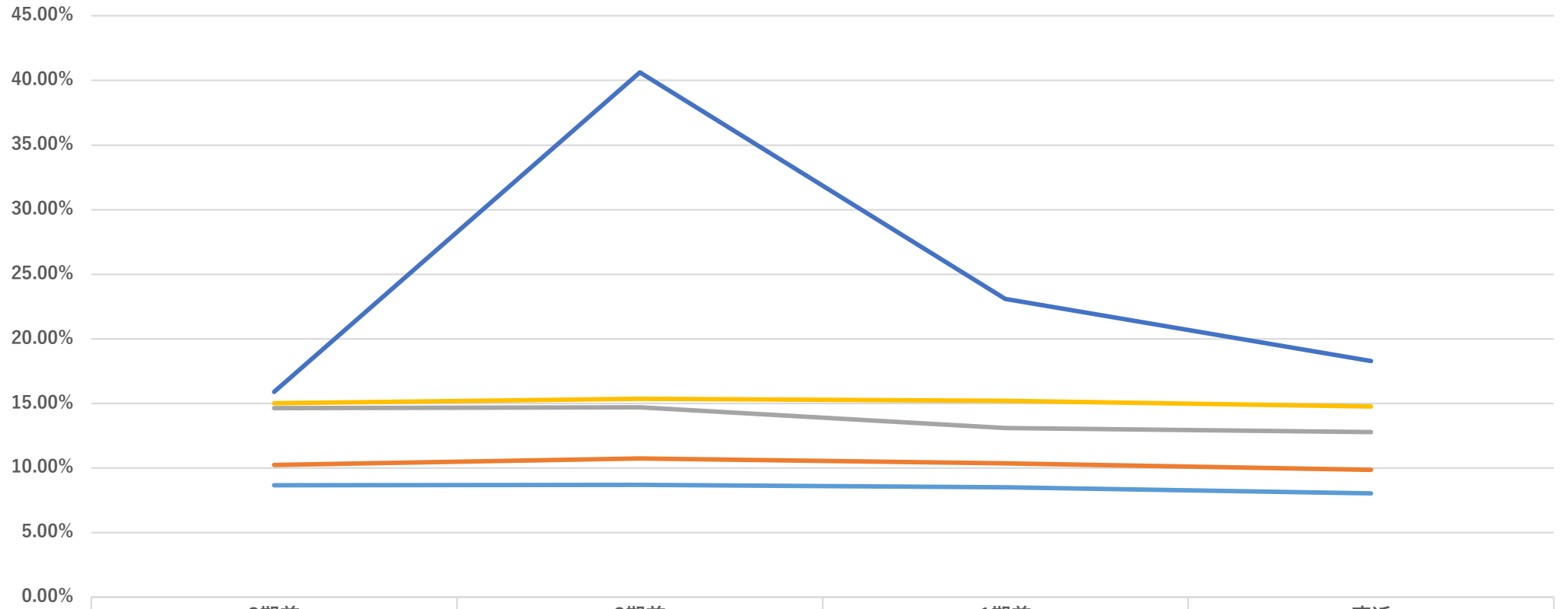
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 花王 | 13.57% | 13.29% | 21.74% | 14.35% |
| セブン&アイ・ホールディングス | 6.01% | 4.59% | 7.26% | 7.09% |
| ファナック | 11.84% | 9.37% | 10.80% | 10.53% |
| トヨタ自動車 | 13.79% | 10.69% | 13.76% | 9.89% |
| 三菱UFJフィナンシャルグループ | 4.80% | 2.51% | 7.85% | 6.67% |
| 東京海上ホールディングス | 15.24% | 14.92% | 15.17% | 14.65% |

— 花王
 — セブン&アイ・ホールディングス
 — ファナック
 — トヨタ自動車
 — 三菱UFJフィナンシャルグループ
 — 東京海上ホールディングス

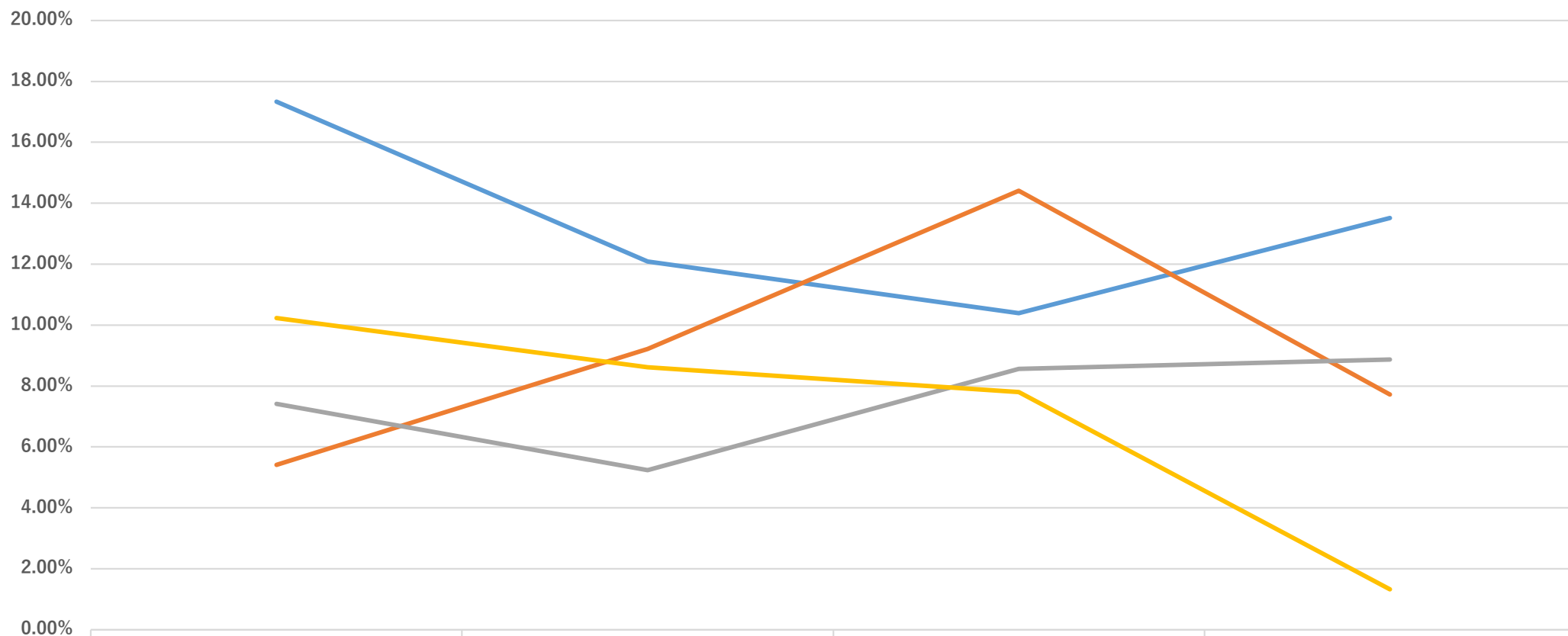
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 三井住友フィナンシャル | 8.68% | 8.70% | 8.50% | 8.03% |
| 東日本旅客鉄道 | 10.25% | 10.73% | 10.37% | 9.85% |
| 東海旅客鉄道 | 14.65% | 14.71% | 13.10% | 12.77% |
| KDDI | 15.02% | 15.37% | 15.20% | 14.75% |
| ソフトバンクグループ | 15.90% | 40.63% | 23.08% | 18.28% |

— 三井住友フィナンシャル
 — 東日本旅客鉄道
 — 東海旅客鉄道
 — KDDI
 — ソフトバンクグループ

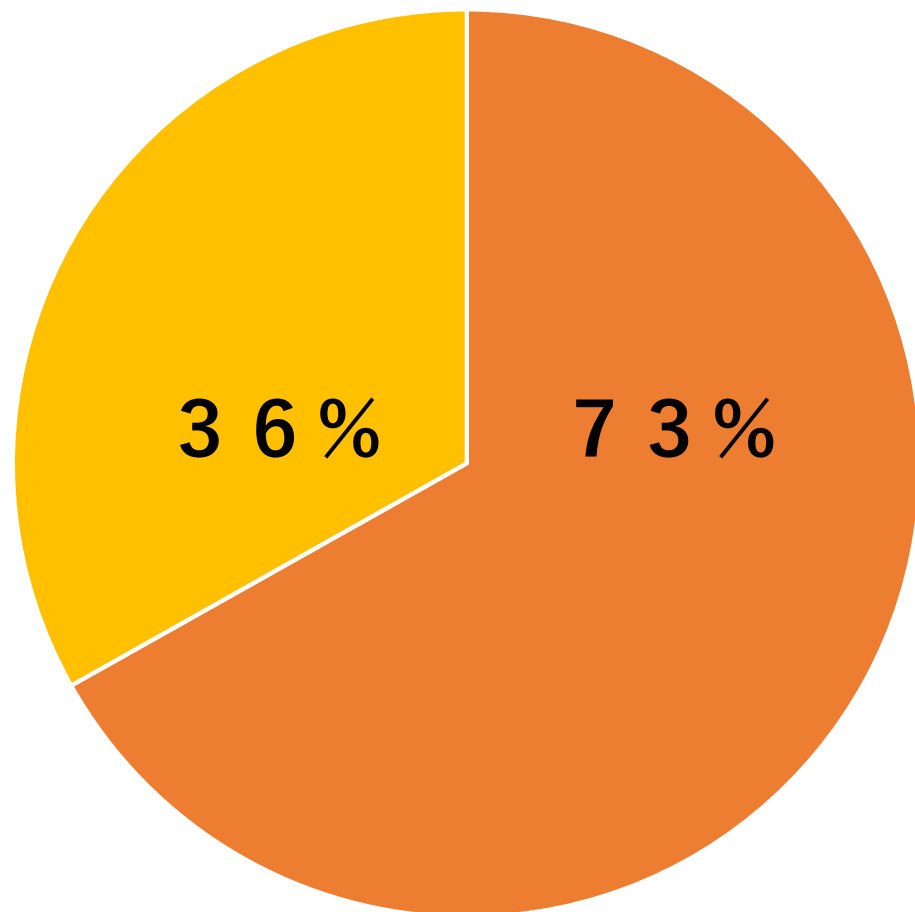
Basic ROEの推移



| | 3期前 | 2期前 | 1期前 | 直近 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 村田製鉄所 | 17.33% | 12.08% | 10.39% | 13.52% |
| 本田技研工業 | 5.41% | 9.22% | 14.41% | 7.72% |
| キャノン | 7.41% | 5.24% | 8.56% | 8.87% |
| みずほフィナンシャル | 10.23% | 8.62% | 7.80% | 1.32% |

村田製鉄所 本田技研工業 キャノン みずほフィナンシャル

BasicROEが8%を超える企業割合



BasicROE

8%以上の企業

・・・22社

8%未満の企業

・・・8社

全体を通しての気づき

- ROEを修正ROE、BasicROEに変えて利益率を分析した結果、多少の数値の変動はあるが全体的に8%を超える企業の割合はほとんど変わらない
- 自己資本、株主資本は年々上昇傾向にあるが当期純利益や包括利益は突如、値が大きくなったり小さくなったりするので利益率にも影響を与える
- 業界によっては、値の差がほとんどないところもあれば、企業によって値が大きかったり小さかったりするところもある

今後の課題

- 業種別、会計基準別に分けて分析する
- ROEを算出するために使用した項目について細かく調べる

ご清聴ありがとうございました