



Watney オンライン講義

パイロット版

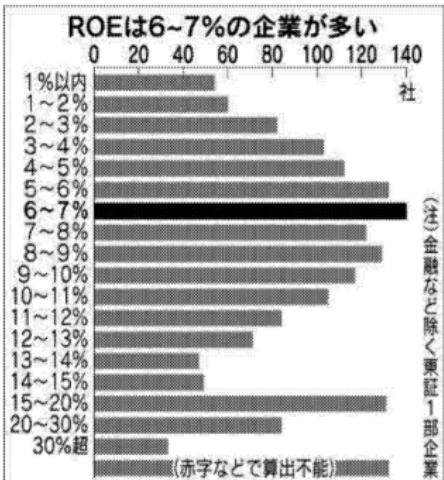
村宮 克彦

大阪大学大学院経済学研究科
muramiya@econ.osaka-u.ac.jp



ROE

「合格」の企業は48%



▽…Return on Equity(リターン・オン・エクイティ)の略で、純利益を株主の持ち分である自己資本で割って求める。企業が株主から預かった資金を使ってどれだけ利益を生み出せたかを示し、海外勢を中心に重視する投資家が多い。

▽…2014年に発表された「伊藤レポート」をきっかけに企業の関心も高まった。

経済産業省のプロジェクトとして一橋大学大学院の伊藤邦雄教授(当時)らがまと

めたもので「8%を上回るROEを達成する」と各企業は「ハサントすべきである」と指摘した。株式を保有する投資家は一定のリスクを負っており、それに見合ったリターンを企業は上げるべきだと考え方がある。

▽…全体のROEは足踏みしているものの、15年度はROEが8%

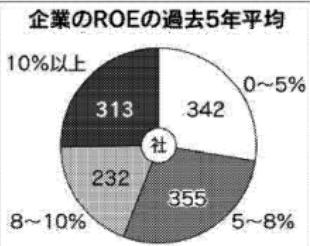
を超える東証一部企業の比率が48%

と前年度に比べて小幅に上昇した。バブル期の1988年(49%)

以来の高い水準となる。例えば、ハウス食品グループ本社はカレーパンの値上げなどが貢献し、売上高純利益率が3%から9・4%に改善。その結果、ROEが8%以上が10%を超えた。

総会の焦点

取締役選任



(注) 東証1部上場の3月期決算企業が対象。
ROEの算出不能などは除く

平均
ともに5%だ

ROE低いと反対票多く

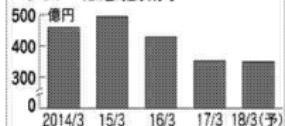
ROE低いと反対票多く
を下回る場合、経営トップの人事案に反対推奨している。同様の基準を設ける機関投資家は多く、低ROE企業の議案で反対票が増えやすい。

12月期決算企業が3月に開いた総会ではアサツード・ケイ・植野伸一社長の選任議案が59.5%と薄水の再任となつた。日本電気硝子の有岡雅行会長の議案も賛成比率が大幅に下がった。いずれも直近かつ5年平均のROEが5%を下回る。

東証1部上場の3月期決算企業で、ROEの過去5年平均が0~5%だ

日本経済新聞2017年6月8日付朝刊

三越伊勢丹の営業キャッシュフローは悪化傾向



三越伊勢丹ホールディングスは現行の中期経営計画を大きく見直す。速なか、成長よりも構造改革による目標を取り下し。三越伊勢丹では大げ、11月にも新たな中計を発表する。新中計ではどの責任を取つて退任（CF、現金取引）や純資本に就いた。

三越伊勢丹、中計見直し 営業益500億円は取り下げ

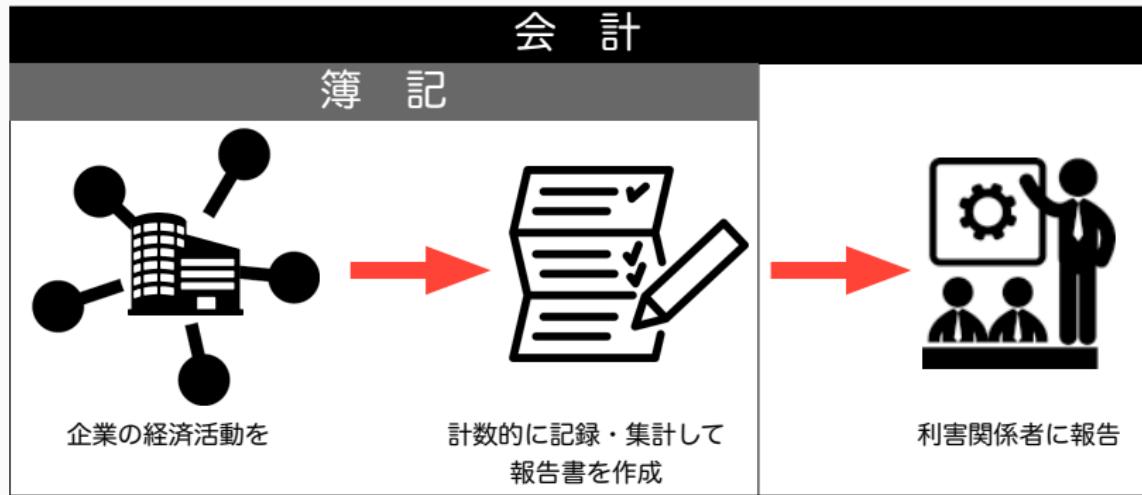
新中計では営業CFをベースにする。杉江社長は成長投資や株主還元、有利子負債の削減が並行してできる額を「年間で700億~800億円の黒字」とはじく。営業CFは大まかに純利益減に軸足を置く。杉江俊彦社長が日本経済新聞の取材で明らかに

営業キャッシュフローは大に金融庁に提出する臨時報告書で取締役候補などを議決権の過半を持つだ。議決権の過半を持つ株主が出席し、その過半数が賛成すれば可決されるとが多。総会後に企業評価して賛否を投じる）が、株主は取締役の人物比率が9割を下回ると低いとされる。賛否を左右する一つが企業の自己資本利益率（ROE）だ。本利益率（ROE）は企業議決権行使助言会社のインティ・エアホールディングス（SS）は企

益を利益目標にする。現行中計では中長期戦略として営業利益のほか自己資本利益率（ROE）

日本経済新聞2017年5月31日付朝刊

- 簿記や会計に関する知識を全く有していない方を対象に、簿記、会計、財務諸表分析、企業価値評価の基礎を講義する。



- 財務諸表を作成するために使われているのは、**複式簿記**と呼ばれる技術である。複式簿記の一連の流れを理解し、作成された財務諸表を見て、企業活動の概要を読み取ることができるようになることが目標である。また、その知識を応用して、財務諸表から企業活動の実態や将来性などを自らで分析できるようになることを目指す。

この講義は、何の役に立つの？



- 会計がわからなければ、 真の経営者になれない。
- もし、 経営を飛行機の操縦に例えるならば、 会計データは経営のコックピットにある計器盤にあらわれる数字に相当する。計器は経営者たる機長に、 刻々と変わる機体の高度、 速度、 姿勢、 方向を正確かつ即時に示すことができなくてはならない。そのような計器盤がなければ、 今どこを飛んでいるのかわからないわけだから、 まともな操縦などできるはずがない。

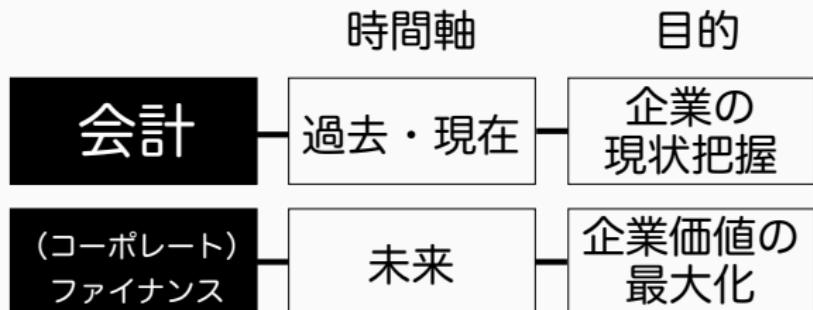
出所：稻盛和夫『稻盛和夫の実学—経営と会計』日経ビジネス文庫、2000年。

ソフトバンクアカデミア開校記念特別講演・孫正義



出所：<http://logmi.jp/29022>

- ファイナンスの世界の深い理解力

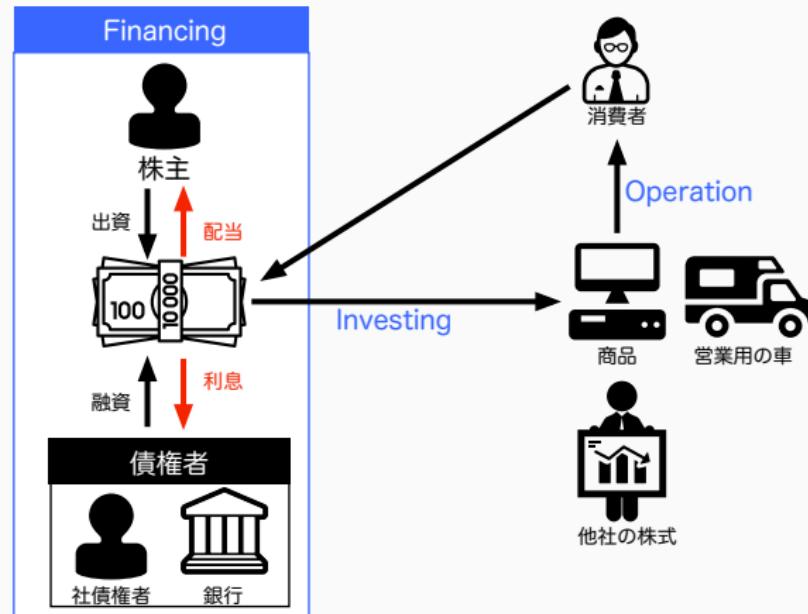


出所：朝倉智也『一生モノのファイナンス入門』ダイヤモンド社、2016年。

企業が営む経済活動

1. 資金調達活動 (financing)
2. 資金投下（投資）活動 (investing)
3. 営業活動 (operation)

単純な小売業の例



経済活動の描写

Financing 期首 2016 年 1 月 1 日に 株主から出資 300 万円 によって設立されるとともに、銀行から 200 万円 借りて、合計 500 万円の資金を準備した。

Investing 500 万円のうち、400 万円の現金を投入して商品を仕入れた。

Operation 商品 400 万円のうち 250 万円分を、売価 300 万円で得意先に販売し、代金は掛け（いわゆるツケ）とした。

Financing	Investing	Operation	
株主からの出資 300万円	現金 100万円	現金 100万円	
銀行借入 200万円	商品 400万円	商品在庫 150万円	売掛金の内訳は？
		売掛金 300万円	商品売却分 250万円
			利益 50万円

- こうした経済活動を貸借対照表と損益計算書とよばれる 2 つの財務諸表 (Financial Statements; F/S) によって要約することができる。

貸借対照表による経済活動の要約

貸借対照表 (Balance Sheet; B/S) ← 財政状態 (投資のポジション) を要約

- ある時点で、(a) 企業が経済活動に利用している資金がどのような源泉から調達されているか (資金の調達源泉)，そして、その資金がどのような資産へ投下されているか (資金の運用形態) を、左右に対照表示したもの。

左：資金の運用形態 Investingの現状	右：資金の調達源泉 Financingの現状
<p>資産</p> <ul style="list-style-type: none">・現金・商品・車・他企業株式など	<p>負債</p> <ul style="list-style-type: none">・借入金 (銀行から)・社債 (社債権者から)など <p>資本 (純資産)</p> <ul style="list-style-type: none">・資本金 (株主から)・利益剰余金 *など

別名：他人資本
=返済義務あり

別名：自己資本 (株主資本)
=返済義務なし

* 利益剰余金とは？

企業が過去に獲得した利益のうち、株主に分配されずに企業内に蓄積されている部分を指す。

貸借対照表の構造

貸借対照表等式

$$\underbrace{\text{資産}}_{\text{資金の運用形態}} = \underbrace{\text{負債} + \text{資本}}_{\text{資金の調達源泉}}$$

貸借対照表の推移

期首1月1日時点 Financing後		商品仕入時点 Investing後		期末12月31日時点 Operation後	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
現金 500万円	借入金 200万円 資本（純資産） 資本金 300万円	現金 100万円 商品 400万円	借入金 200万円 資本（純資產） 資本金 300万円	現金 100万円 商品 150万円 売掛金 300万円	借入金 200万円 資本（純資産） 資本金 300万円 利益剰余金 50万円

- 1年間の営業活動を通じて得られた**利益 (earnings)**は、最終的に**出資者である株主に帰属する**。そのため、1年間の営業活動の結果、期首 300 万円から期末 350 万円へ、資本が 50 万円増殖。

実際の貸借対照表

貸借対照表
(2016年1月1日時点)

(資産の部)		(負債の部)	
1. 現金	5,000,000	1. 借入金	2,000,000
余白線		負債合計	2,000,000
			合計線
資産合計	5,000,000	1. 資本金	3,000,000
		資本合計	3,000,000
		負債・資本合計	5,000,000
			締切線
必ず一致する			

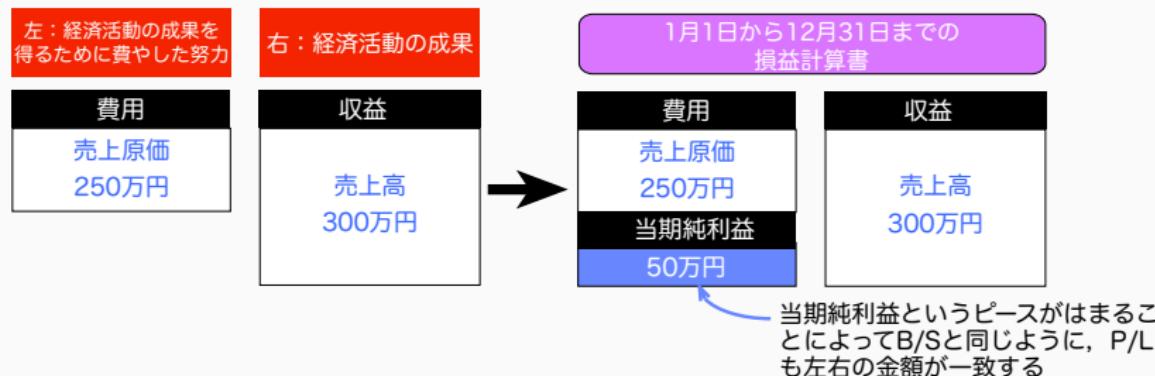
貸借対照表
(2016年12月31日時点)

(資産の部)		(負債の部)	
1. 現金	1,000,000	1. 借入金	2,000,000
2. 売掛金	3,000,000	負債合計	2,000,000
3. 商品	1,500,000		
資産合計	5,500,000	1. 資本金	3,000,000
		2. 利益剰余金	500,000
		資本合計	3,500,000
		負債・資本合計	5,500,000
必ず一致する			

損益計算書による経済活動の要約

損益計算書 (Profit and Loss Statement; P/L or Income Statement) ← 経営成績（投資の成果）を要約

- 期首から期末にかけての資本の増殖分（この例では 50 万円）の原因を明らかにするもの。
- この例では、250 万円で仕入れた商品を 300 万円で販売したことによって、利益 50 万円が得られた i.e., 引き渡した商品の原価 250 万円が費用（この費用を売上原価 (cost of goods sold) という）であり、売上代金 300 万円が収益（この収益を売上高 (sales) という）となって、両者の差額として 50 万円の利益が達成できた。
- 下の右図のように費用と収益を左右に分けて対照表示し、差額として利益を算定するのが損益計算書



実際の損益計算書

損益計算書

(2016年1月1日から2016年12月31日)

(費用)	(収益)
1. 売上原価 2,500,000	1. 売上高 3,000,000
費用合計 2,500,000	
当期純利益 500,000	
合計 3,000,000	合計 3,000,000

必ず一致する

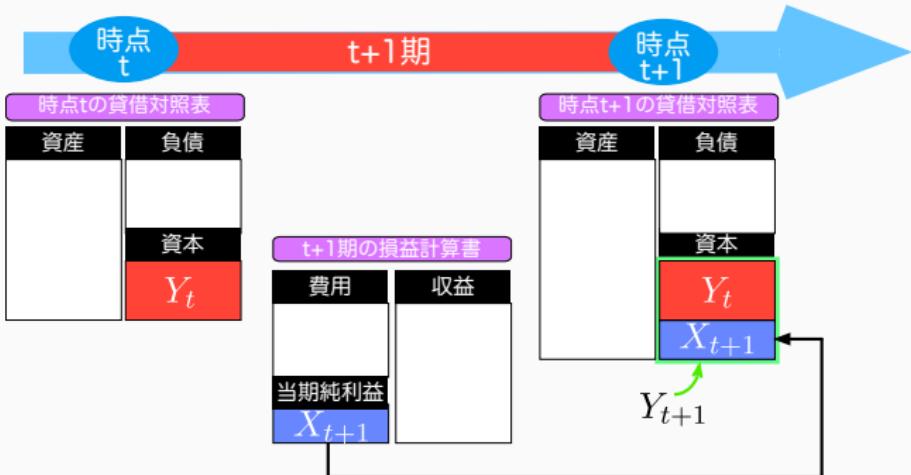
損益法等式

$$\text{収益} - \text{費用} = \text{当期純利益}$$

この例ならば、

$$\underbrace{\text{収益}}_{3,000,000} - \underbrace{\text{費用}}_{2,500,000} = \underbrace{\text{当期純利益}}_{500,000}$$

貸借対照表と損益計算書の連携 — 配当がない場合



(配当がない場合の) クリーン・サーブラス関係

$$\underbrace{Y_t}_{\text{期首資本}} + \underbrace{X_{t+1}}_{\text{期中の当期純利益}} = \underbrace{Y_{t+1}}_{\text{期末資本}}$$

- このような関係は、損益計算書に計上されている当期純利益の「以外」の項目の混入によって、利益剰余金 (surplus) が汚されていない (i.e., clean) という意味で、クリーン・サーブラス関係 (Clean Surplus Relation; CSR) と呼ばれている。

実際に問題を解いてみよう

練習問題 1.1

次の a から c に当てはまる金額を求めよ。なお、?について自身で推測すること。

期首			期末			収益	費用	純利益
資産	負債	資本	資産	負債	資本			
a	2,000	b	c	3,000	4,000	7,500	7,000	?

a. _____

b. _____

c. _____

練習問題 1.2

次の一連の取引から、期首（2016年1月1日）時点と期末（2016年12月31日）時点の貸借対照表と当期（2016年1月1日から2016年12月31日）の損益計算書を作成せよ。

- X社は、2016年1月1日、株主から現金300,000円の出資を受け、また、銀行から現金100,000円（簡略化のため、利息は付かないものとする）を借り入れて設立した。
- 期中に商品200,000円分を現金で仕入れ、そのうち、90,000円分を170,000円で掛け売りした。
- 銀行に現金40,000円を返済した。
- 従業員に給料30,000円を現金で支払った。

練習問題 1.2 の解答用紙

貸借対照表
(2016年1月1日時点)

(資産の部)		(負債の部)	
1. 現金	()	1. 借入金	()
		負債合計	()
資産合計		(資本の部)	
		1. 資本金	()
		資本合計	()
		負債・資本合計	()

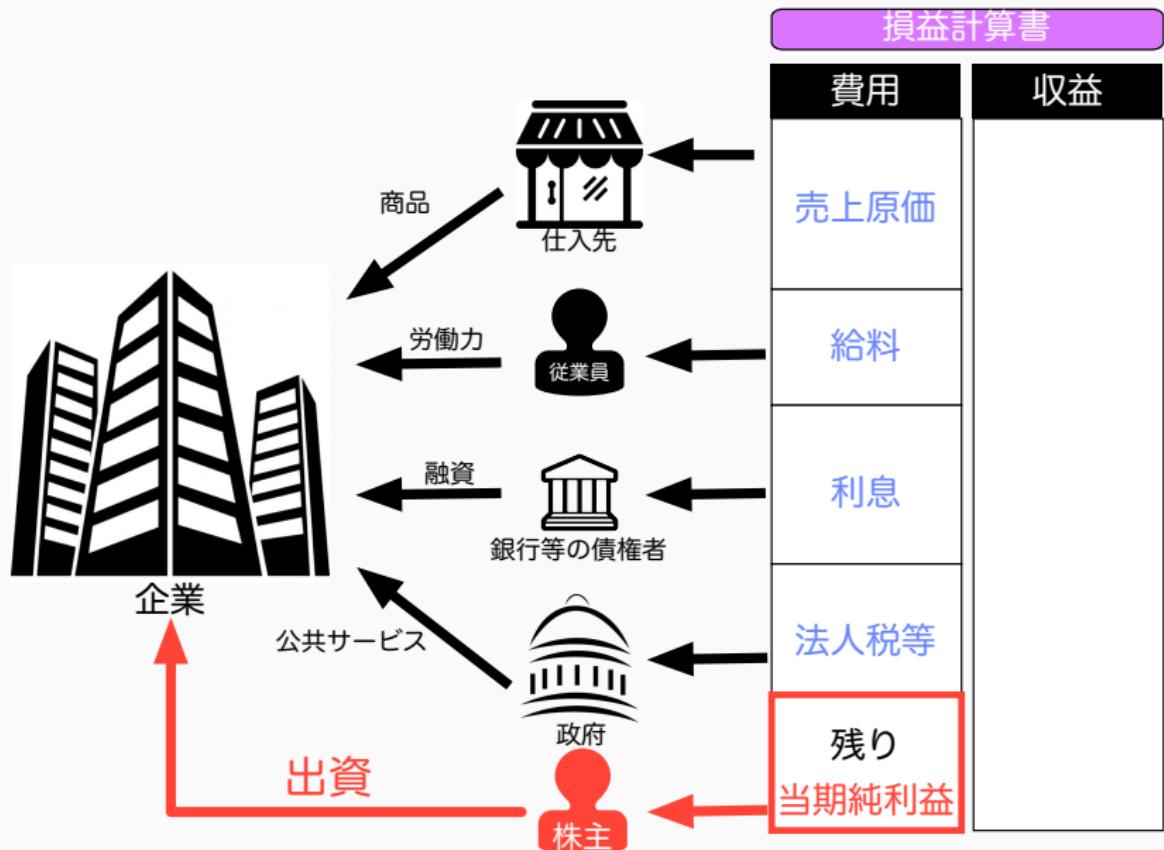
損益計算書
(2016年1月1日から2016年12月31日)

(費用)		(収益)	
1. 売上原価	()	1. 売上高	()
2. 給料	()		
費用合計	()		
当期純利益	()	合計	()
合計	()		

貸借対照表
(2016年12月31日時点)

(資産の部)		(負債の部)	
1. 現金	()	1. 借入金	()
2. 売掛金	()	負債合計	()
3. 商品	()	(資本の部)	
資産合計		1. 資本金	()
		2. 利益剰余金	()
		資本合計	()
		負債・資本合計	()

当期純利益が株主に帰属する（資本になる）のはやっぱり納得いかない？

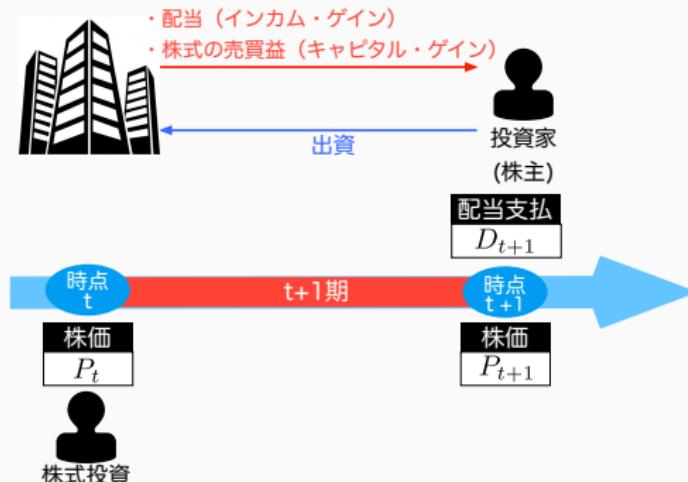


株主にとって良い企業とは？— 株主にとっての 2 つのリターン

投資のリターンとは

$$\text{投資のリターン} = \frac{\text{投資による利益}}{\text{投下した資本}}$$

- 株式投資に投資家は何を期待する？



1つ目のリターン — 投資家（株主）が投資するときに期待するリターン

- 時間間隔を1年とすると、株主の $t+1$ 期の年間期待リターン r は、

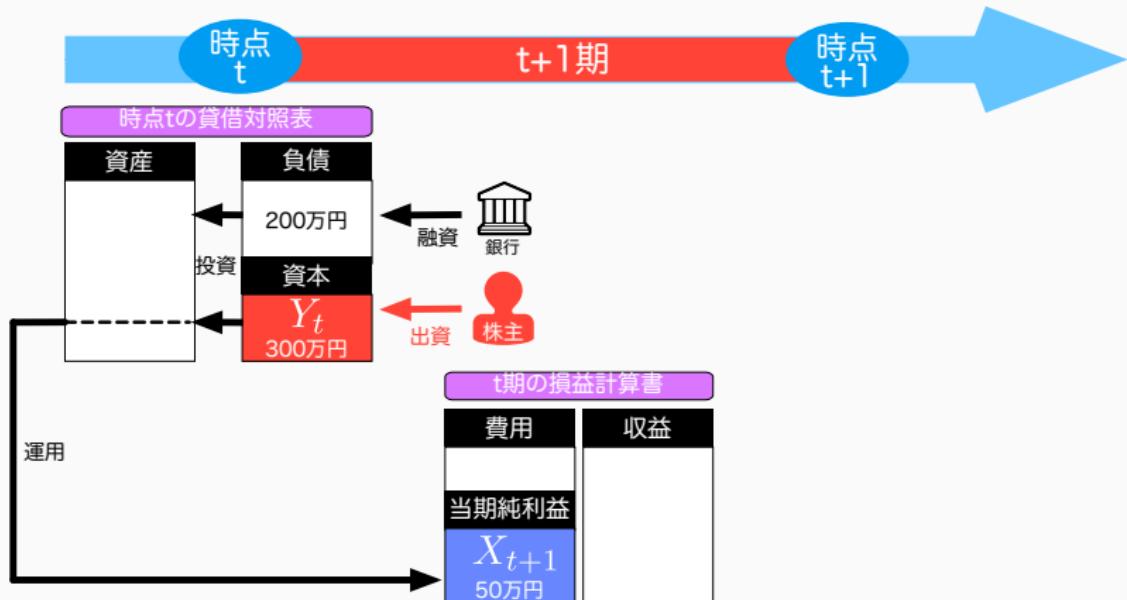
$$\underbrace{r}_{\text{年間期待リターン}} = \frac{\underbrace{D_{t+1}}_{\text{インカム・ゲイン}} + \underbrace{(P_{t+1} - P_t)}_{\text{キャピタル・ゲイン}}}{\underbrace{P_t}_{\text{投下資本}}}$$

例の企業であれば――

時点 t の株価(P_t)が300万円であったとしよう。その企業に投資した株主は、1年後の株価(P_{t+1})は325万円になると期待し、1年後には1株当たり配当(D_{t+1})5万円が期待できると考えているとしよう。このとき、投資時点で期待している年間のリターンは、

$$\underbrace{r}_{\text{年間期待リターン}} = \frac{\underbrace{5 \text{万円}}_{D_{t+1}} + \underbrace{325 \text{万円} - 300 \text{万円}}_{(P_{t+1} - P_t)}}{\underbrace{300 \text{万円}}_{P_t}} = 10\%$$

2つ目のリターン — 株主の会計上のリターン



自己資本当期純利益率 (Return on Equity; ROE) とは？

自己資本当期純利益率 (Return on Equity; ROE)

- 株主から委託された自己資本をうまく利用して、どれだけ効率的に株主に帰属する当期純利益を稼ぐことができたかを表す収益性指標.
- $t+1$ 期の ROE, すなわち ROE_{t+1} は,

$$ROE_{t+1} = \frac{\text{企業が運用して実際に稼いだ株主に帰属する利益}}{\text{株主が投下した資本}}$$
$$ROE_{t+1} = \frac{\overbrace{X_{t+1}}^{\text{企業が運用して実際に稼いだ株主に帰属する利益}}}{\underbrace{Y_t}_{\text{株主が投下した資本}}}$$

- ROE が高い企業は、株主から委託された資本をうまく活用して、上手に利益を上げることができる Good Company.

例の企業であれば

$$ROE_{t+1} = \frac{\overbrace{X_{t+1}}^{50 \text{ 万円}}}{\underbrace{Y_t}_{300 \text{ 万円}}} \approx 16.7\%$$

エクイティ・スプレッドとは？

会計上のリターンたる ROE と投資家が期待するリターンとの差は、[エクイティ・スプレッド \(Equity Spread: ES\)](#)と呼ばれている。 $t+1$ 期のエクイティ・スプレッドを ES_{t+1} とすると、

$$ES_{t+1} = \underbrace{ROE_{t+1}}_{t+1\text{期の会計上のリターン}} - \underbrace{r}_{\substack{\text{投資家が投資するときに期待しているリターン}}}$$

例の企業であれば――

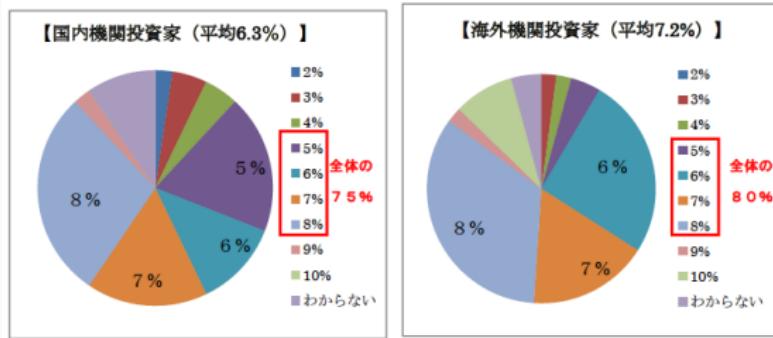
$$ES_{t+1} = \underbrace{ROE_{t+1}}_{16.7\%} - \underbrace{r}_{10\%} = 6.7\%$$

- 投資家(株主)にとって良い企業は、[期待以上の成果を残してくれる企業](#)、すなわち、[エクイティ・スプレッドが正の企業](#)である。

利益の金額だけ見てただけでは株主重視の経営かどうかは分からぬ

2017 年度 利益額ランク	会社名	当期純利益 (兆円)	ROE
1	トヨタ自動車	1.8	10.4%
2	ソフトバンク	1.4	46.0%
3	NTT	0.8	9.0%
4	日産自動車	0.7	13.9%
5	NTT ドコモ	0.7	12.1%

- 日本企業に対して、平均的に投資家が期待しているリターン（*blue*）はどの程度？



注) UBS コア 200 の機関投資家にアンケートを行い、国内投資家 52 社、海外投資家 47 社から回答を得たもの（2012 年 4~6 月）。

日本の ROE は低すぎ… 伊藤レポート以降のベンチマークは ROE8%

	製造業	非製造業	全体
日本	4.6%	6.3%	5.3%
米国	28.9%	17.6%	22.6%
欧州	15.2%	14.8%	15.0%

出所：「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）

- 株主からすれば、株主軽視の経営と捉えられても仕方ない。
- 「伊藤レポート」では、グローバルな投資家が期待するリターンが平均的に 7% 超であることを踏まえ、正のエクイティ・スプレッドを実現するため、8% を上回る ROE を達成することに各企業はコミットするべきと提言。

注意点

企業によっては、投資家から 8% より高いリターンを期待されることもある。そうした企業は、8% の ROE では足りない。投資家から 20% の期待リターンが求められる企業では、20% より高い ROE を目指さなければならない。