

## なぜ ROE なのか

自己資本利益率(ROE)が重視されるのは、企業の成長力が低下してきたからだ。企業収益の伸びの鈍化に対して、自社株買いで発行済み株式数を減らし、1株当たり利益を増加させる。フリーキャッシュフロー(純現金収支)を上回る自社株買いは起債で賄い、債務比率を押し上げる。事業会社のヘッジファンド化といってよい。

米国のIT(情報技術)産業は高収益だが、成長力が落ち込む企業は多い。そういった企業は自社株買いに異常なほど積極的だ。例えばIBMの場合、最近4年間の純利益の伸びは年率5.3%だが、1株当たり利益の伸びは10.5%にもなる。2013年でみても、純利益が0.7%の減益なのに対して、1株当たり利益は5.3%の増益である。自社株買いをこの間、時価総額の3割近い563億ドル行った効果だが、他方でキャッシュフローの不足分を起債で補ったため、負債比率は53%から64%に上昇している。

株式の主体別売買状況をみると、1990年代以降、自社株買いによる非金融法人企業の買い越しが加速している。特にリーマン・ショック以降では、唯一の買い手部門である。背景には、経済成長率の傾向的低下とそれに対応した金融緩和政策の促進がある。中央銀行が高株価を経済政策の手段として考えてきたことの反映といってもよい。

日本の場合も、成長戦略として資本の効率化を追求するのであれば、それはROEではなく総資本利益率(ROA)の改善でなくてはならない。自己資本を減らし、負債を増やすのは、超低金利の時代にはよいが、金利が正常化してくると、リスクの極めて高い資本政策となってしまう。米国の現状は、株価のバブル化というよりもバランスシートのバブル化である。量的金融緩和政策の終えんは、本来あるべき成長政策のあり方を問いかけようとしている。

(十字路 2014.9.4)