ＳＭＣ金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain　SMC 豊島 健治

株式評価軸の呪縛
（ＲＯＥと自社株買い）

相変わらず自社株買いを行う上場企業が続いています。昨年 10 月、「株式市場は変化・変質しているか」と題したレポートで自社株買いが著増する一方で新株発行（増資）が低下している状況を株式市場の変化･変質と捉えましたが､今回は　ＲＯＥとＲＯＡという企業財務の視点から考えてみたいと思います。

自社株買いは、自社が発行し市場で流通している株式を自社の資金でその時の時価で買い付ける行為を云います。自分で発行した株式を買い戻す訳ですから、会計的には純資産の部（自己資本）をマイナスにする行為となります。買い付けた額（取得原価）を自己株式という科目で純資産の部から控除しますので、下記左側の純資産を持つ架空企業Ａ社が 250 の自社株買いを行った場合、その後の純資産は右側のようになります。

資本金	500	資本金	500
資本剰余金	250	資本剰余金	250
利益剰余金	1,000	利益剰余金	1.000
		自己株式	▲250
純資産合計	1,750	純資産合計	1,500

上記のように純資産合計が 250 減り、その結果として「負債＋純資産（＝総資産）」も 250 減少します。

このＡ社は、自社株買い前、総資産 3,500（＝負債 1,750）、純利益 150 であったとすると、これが 250 の自社株買いの結果、株価を評価する代表的指標（「財務レバレッジ」は除く）は下表のように変化します。

指標	買い前	買い後
ＲＯＥ（利益÷純資産）	8.5%	10.0%
１株当り純利益		増加
１株当り純資産		増加
ＲＯＡ（利益÷総資産）	4.2%	4.6%
財務ﾚﾊﾞﾚｯｼﾞ	2.00	2.16

（註：１株当り数値は自己株式数控除後）

上表にように、株価を評価する指標は自社株買いの結果上昇します。今、自社株買いを行う上場企業は、上記の内市場で最も重視されている（らしい）ＲＯＥを高めて株価を上げ、結果として経営者評価を高めようとしているように（私には）思えてなりません。しかし経営者が、自社株買いという行動が株価を上げる最も直接的且つ簡便な方法であると考えているとしたら、それは「違う」と私は思います。何故なら、それで会社が良くなったりする訳ではない単なるテクニカルな方法に過ぎないからです。市場は一時的に評価するかもしれませんが、市場の一時的評価を求めるなどは経営者としてやるべきではないと思うのです。「でも、実際、自社株買いをやると株価が上がる」、そんな呪縛に囚われているのかもしれません。

市場が自社株買いを評価するからといって経営者は市場に迎合することはいかがなものでしょうか。株価を上げるのが経営者の目標ではない筈です。そして、何より、自社株買いは、財務レバレッジを高める行動へ経営者を誘う可能性があることに危惧を感じます。財務レバレッジとは負債活用度を表し、この数値が高いほど負債比率が高いことを示します。計算式は「（負債＋純資産）÷純資産」です。算式の通り、負債を増やせば増やすほど財務レバレッジは高くなります。そして、市場での評価軸となっているＲＯＥと企業の総合的収益力を示す財務指標であるＲＯＡとの関係を算式にすれば、「ＲＯＥ＝ＲＯＡ×財務レバレッジ」となります。この算式の意味するところは、「ＲＯＡは同じでも負債を増やせばＲＯＥは上がる」ですが、もっと極端に云えば「ＲＯＡが低下（収益が低下）しても自己資本を減らせばＲＯＥが上がる」ことにも繋がるのです。

自社株買い資金は、手元資金を取り崩すか、もしくは借入を行うことによって調達することが多いようですが、手元資金があり余っている金持ち企業ならいざ知らず、借入しなければいけないような企業が自社株買いを行うとすれば、それは本末転倒だと思います。自己資本（純資産）が小さい会社（＝財務上安全性に劣る会社）ほどＲＯＥは高くなる傾向にあります。調べてみれば分かりますが、上場会社でもＲＯＥが相当に高い会社が少なくありませんが、そんな会社がそれだけの理由で評価に値するかどうかは疑問です。

収益力が高いと云うことはその会社の提供するモノなりサービスを顧客が評価した結果ですから当然に重視されるべきですが、それであれば総合的収益指標であるＲＯＡを使うべきというのが私の意見です。ＲＯＡには「売上と損益」と「使用総資産と損益」を掛け合わせた数値です。上場企業だけでなく中小企業にも大事な指標です。