

「Industry Eye」 第 16 回

マニュファクチャリング（化学セクター）： 「大手化学企業の ROE について」

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社
マニュファクチャリング（化学セクター）担当
ヴァイスプレジデント 佐々木智浩

I. はじめに

近年、日本企業の経営指標として、株主資本利益率（以下 ROE: Return On Equity）が以前に比べてより重要視されてきていることは周知のとおりである。この背景は一般に広く議論されているためここでは詳しく述べないが、日本企業の国際競争力の低下への懸念がその根底にある。官民一体で日本企業の競争力の維持・向上について議論が行われた一つの帰結として、株主の満足度を高めることが競争力の強化に繋がるとの認識が広がり、株主価値の代表的な経営指標である ROE が改めて注目を集めているといえるだろう。

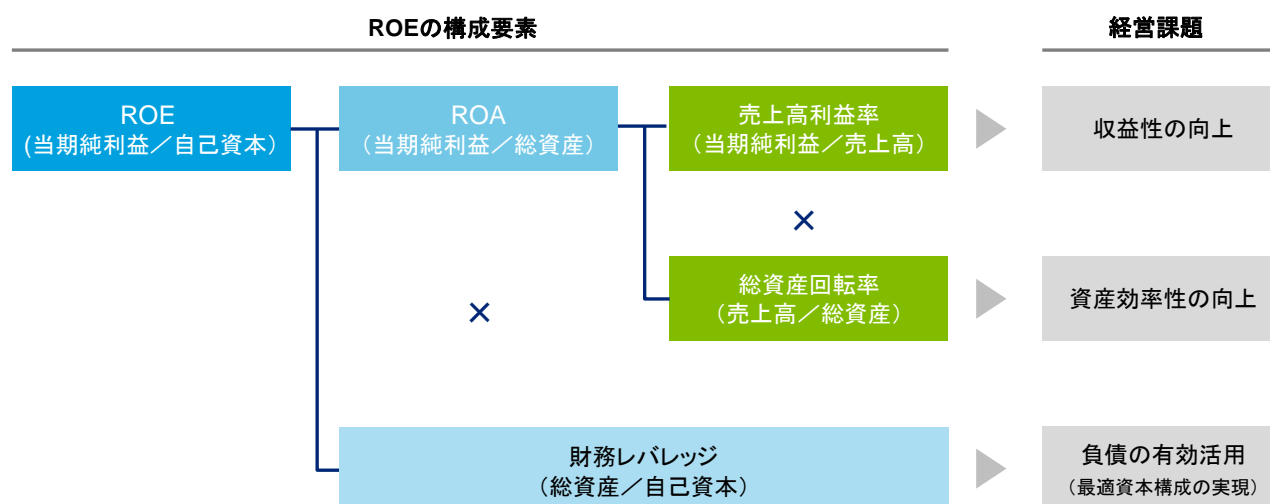
これは化学セクターも例外ではない。むしろ、化学セクターはグローバルな経営環境の激変に直面している代表的な業界である。例えば、汎用石化事業は新興国企業の勃興や北米シェール革命の影響を受けて、近い将来に厳しい事業環境になると予想する声が多い。また、既に高い収益性を実現している欧米の大手化学企業も競争力の強化に余念がなく、ダウケミカルとデュポンの経営統合報道に象徴されるように、日本では想像しがたいほどドラスティブな再編を実行している。

本稿は、上記を踏まえて、日本の大手化学企業の ROE 情報を整理し、主要な論点について考察する。なお、ROE は複数存在する経営指標の一つであるため、企業活動と ROE の関連性については、筆者の推察が含まれていることについて、あらかじめお断りする。

II. ROE の構成要素と経営課題

大手化学企業の ROE について議論する前提として、ROE の構成要素について簡単におさらいしたい。ROE の構成要素と経営課題は、下記の図1の通りである。ROE の構成要素は比較的複雑であり、単純に比較できるもの(ただ高ければ良いもの)ではないことが分かる。例えば、これまで ROE を重視しない理由として、財務健全性の毀損を意味する財務レバレッジの上昇が、結果として ROE を改善することが挙げられていた。日本の化学企業の経営陣の発言等でも、目先の ROE 改善にこだわらない中長期的な戦略の重要性を示す声が聞かれる。

図1: ROE の構成要素と経営課題



出所: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

大手化学企業における要因分析

設備産業である大手化学企業に限った議論では、図 1 のうち、総資産回転率と財務レバレッジは、少なくとも既存事業に関しては、大幅に変動することは想定し難いとの意見が聞かれ、ROE 改善の施策は、売上高利益率の改善に依存するとの意見もある。その背景は、総資産回転率については、売上高と総資産という多額の財務数値を基礎とするため変動の余地は少なく、各社のばらつきも大きくないと考えられている(一般に言われる、製造業の総資産回転率1.0 近傍(資産=売上高)の法則が、ある程度あてはまることが想定されている)。また、財務レバレッジについては、既に最適資本構成に近い水準を維持していると考えられ、大幅な変化は想定しにくいとの考えもある。

その意見は、総論としてある程度正しいと思われるが、個別企業の議論では、やはりそれぞれの要因ごとに戦略が設定されている。また、実際の総資産回転率や財務レバレッジの安定性は既存事業に関する議論であり、大型の M&A を実行する場合は、多額ののれんや資金調達方法によっては、総資産回転率や財務レバレッジも著しく変動する可能性は否めない。

そこで、次項では、実際のデータに基づき個別企業の ROE を考察したい。さらに大型の M&A が ROE への重要な影響を与えることから、M&A と ROE の関係についても考察する。

III. 大手化学企業の ROE

大手化学企業の ROE と構成要素は、以下のとおりである。

図 2: 大手化学企業の ROE と構成要素

企業名	15/3期 売上高 (億円)	実績値						中長期目標(イメージ)		
		売上高 純利益率	総資産 回転率	ROA	財務 レバレッジ	純資産 比率	ROE	年度	売上高 純利益率	ROE
三菱HD	36,563	1.7%	0.85	1.4%	2.72	36.7%	3.8%	2020	3.8%	12%
住友化学	23,767	2.2%	0.83	1.8%	2.58	38.8%	4.7%	—	—	10%
東レ	20,107	3.5%	0.85	3.0%	2.18	45.8%	6.6%	2020	—	13%
旭化成	19,864	5.3%	0.99	5.2%	1.84	54.5%	9.6%	—	—	—
三井化学	15,501	1.1%	1.10	1.2%	3.00	33.4%	3.7%	2020	2.8%	—
旭硝子	13,483	1.5%	0.65	1.0%	1.87	53.6%	1.8%	2020	—	12%以上
信越化学工業	12,555	10.2%	0.51	5.2%	1.22	82.1%	6.4%	—	—	—
積水化学工業	11,127	4.8%	1.15	5.5%	1.81	55.3%	9.9%	2016	—	10%
昭和電工	8,766	0.4%	0.87	0.3%	3.15	31.7%	1.1%	2018	3.5%	9%
日東電工	8,252	9.5%	0.96	9.1%	1.40	71.5%	12.7%	—	—	—
東ソー	8,097	7.7%	1.06	8.2%	2.38	42.0%	19.4%	—	—	—
帝人	7,862	△ 1.0%	0.95	△ 1.0%	2.71	36.9%	△ 2.7%	2020	—	10%
平均	15,495	3.9%	0.90	3.5%	2.24	48.5%	6.4%			
中央値	13,019	2.9%	0.91	2.6%	2.28	43.9%	5.5%			
ROEとの相関	—	0.77	0.35	0.93	-0.44	0.36	—			
標準偏差										

出所:各社有価証券報告書より、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

ROE の要因分析

総資産回転率と財務レバレッジについては、ROE との相関はみられず、業種特性や最適資本構成を維持するために変動させにくいことを示唆している。よって、ROE を改善するには、まず売上高利益率の改善に取り組んでいくことになると思われる。

個別企業の取り組み

しかしながら、個別企業に目を向ければ、総資産回転率や財務レバレッジについても、中長期的に取り組む動きがみられる。2020 年の中長期目標に ROE 目標やその各構成要素まで開示している企業は多くないが、ROE・売上高・当期純利益の 2020 年目標を開示している三菱ケミカルホールディングスと昭和電工を例に挙げて考察したい。

まず、両社に共通することとして、売上高利益率の重要性が高いことは、図 3 のとおり、総資産回転率と財務レバレッジを実績値で固定したとしても売上高利益率が目標値を達成すれば ROE が大幅に改善することからもうかがえる。昭和電工については ROE が目標値を上回る結果となる。しかし、両社とも売上高利益率だけで ROE の目標値を達成する計画ではない。

図 3: ROE 長期目標の試算

	売上高 純利益率	総資産 回転率	財務 レバレッジ	ROE試算値
	目標	実績	実績	
三菱HD	3.8%	0.85	2.72	8.7%
昭和電工	3.5%	0.87	3.15	9.6%

出所: 各社中期経営計画より、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

三菱ケミカルホールディングスの中期経営計画の「ROE 経営の考え方」では、「不採算事業整理、在庫圧縮、政策保有株削減、運転資金圧縮等」の施策により総資産回転率を上げ、さらに財務体質を強化(レバレッジは低下)したうえで ROE 向上を目指す考え方が示されている。実際に、同社の財務レバレッジは業界平均に近いものの、業界平均を若干上回っており、日本を代表する化学企業としてさらなる拡大を目指すために、財務の健全性を維持し大型買収余力を維持することは重要であろう。

また、昭和電工は、業界平均に比べて総資産回転率が低く、財務レバレッジが高いことから、売上高利益率の改善だけでなく、資産効率性と財務健全性の向上に対して同時に取り組みながら ROE 目標の達成を目指すかと推察される。同社の中期経営計画では、ROE に関する個別戦略までは記載がないが、「ROIC(投下資本利益率)による事業管理の徹底」などからその意図が読み取れる。

その他の企業は、中期経営計画で明示的に ROE の中長期目標を開示している訳ではないが、各要素を業界平均と比較することで、ROE 改善への課題が推察できる。例えば、総合化学企業に関しては、住友化学は特に総資産回転率が低いことが目立ち、旭化成は比較的高い ROE を実現しているが財務レバレッジには若干の余裕があるようにも見える。また、三井化学は明確に売上高利益率の改善が喫緊の課題であり、ROE の目標数値はないが 2020 年の売上高利益率として 2.8%で安定した黒字化を目指す計画を示している。

IV. M&A の活用

M&A は、ROE 向上に向けた有効な施策の一つであり、ROE が向上するためには、これまで議論した構成要素から以下の要件が考えられる。

1. **売上高利益率:** 買収対象企業の収益性(投資額ベース)が、既存値または目標値を上回る
2. **総資産回転率:** 買収対象企業の効率性が、連結ベースで既存値または目標値を上回る
3. **財務レバレッジ:** 買収スキームの財務レバレッジが、既存値または目標値を上回る

M&A 事例

2010 年以降に大手化学企業が実施した大型の M&A は、図 4 の通りである。M&A は、ROE 改善のみを目的に実施される訳ではないが、大型の案件となれば、イノベーション分野を中心に ROE の改善を視野に入れた案件が多いことがうかがえる。大型の M&A のような重要な意思決定では、ROE の構成要素を意識せざるを得ないことが推察される。

図 4: 大手化学企業の大型 M&A (2010 年以降)

発売年月	社名	買収対象	金額
2015年2月	旭化成	ポリポア	2,614 億円 (約22億米ドル)
2012年3月	旭化成	ソール・メディカル	1,804 億円
2014年4月	三菱ケミカルホールHD	大陽日酸	1,053 億円
2012年12月	三菱ケミカルホールHD	クオリカプス(カーライル・グループ投資先)	558 億円
2013年4月	三井化学	ヘレウス	543 億円

出所:レコフ M&A データベースより、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

売上高利益率については、利益率の高い企業を買収対象とするとは論を待たないが、買収対象事業の多くが、LiB(リチウムイオン電池)、ヘルスケア関連、シェールガス関連といったイノベーション分野であることが注目される。大型の M&A については、足元の利益率の改善を目的とするよりも、成長領域や川下分野に経営資源を投入し、構造改革を実現することにより中長期的に高い利益率を実現する戦略であると推察される。

総資産回転率については、すべての案件を詳細に検討することは難しいが、大型案件の場合は連結決算上は対象会社の貸借対照表に計上されていない無形資産やのれんが認識されることが予想されるため、一時的には悪化する可能性がある。連結化において会計上無形資産に配分することを、PPA(Purchase Price Allocation)という。近年は Pre PPA という用語が定着し、買収前に無形資産の償却インパクトを試算するなどして、事前に ROE 等への影響を分析する例も増えている。

財務レバレッジについては、大型案件の場合は、外部借入による多額の資金調達を行い財務レバレッジを押し上げる例が多い。例えば、旭化成は、2015 年 5 月の中期経営計画では、2014 年度の D/E レシオが 0.25 であるのに対して、2015 年度はポリポア買収の影響で 0.4 に増加することが計画されていた。

V. その他

大型 M&A をみると、短期的には ROE を低下させる傾向がみられることから、大手化学企業各社は、中長期的な成長を達成するための M&A と同時に、低・不採算事業に対する再生・再編などに取組むことで、短期的に ROE の維持・向上に取組んでいく必要がある。例えば、汎用品事業の強化が挙げられ、本誌では紙面の都合上詳しく論じないが、エチレンプラントの統廃合等 ([Industry Eye 第 2 回参照](#))、化学産業以外にも巻き込んだ水平型の事業統合の活発化が予想される。同業他社と事業や設備を共有することで、場合によっては当該事業を連結対象外とすることにより、ROE を改善する動きが生じてくると予想される。

VI. おわりに

ROE 経営は、目先の ROE を技術的に改善することではなく、「ROE の質」を意識しながら株主価値を向上することである。ROE の注目が集まるなかで、本稿が「ROE の質」を意識するきっかけになれば幸いである。また、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社は、さまざまな分野において、企業の ROE の質的向上の支援を行っていきたいと考えている。

※本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人および DT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 8,700 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 225,000 名を超える人材は、“making an impact that matters”を自らの使命としています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。