

収益性分析序説

森 脇 彬

要 旨

今日、企業という表現はわが国においてひろく用いられているが、必ずしもその意味を十分に承知して使われているかどうかははなはだ疑わしいものといわなければならない。

「株式会社とは、誰でも着うる背広の様なものである」といわれることからわかるように、株式会社であるがゆえに企業であるのではない。企業とは出資された資本に対して利潤（利益）をもたらすことを目的にして事業を営む組織であって、一般にその法律形態は株式会社である。したがって、企業についての経営分析では、このような企業の本質からまず何よりも利潤（利益）の獲得状態を認識し、評価しなくてはならないのである。

利潤（利益）は企業の実現すべき成果であるから、その意味において利益（利潤）の獲得は企業の業績ないしは企業業績ということもできるが、これについての経営分析を一般に収益性分析という。

収益性分析は企業についての経営分析の中核となるものであるが、意外といってもよいほど収益性とはどういうことであるか、収益性の意味、収益性の本質は必ずしも明確にされていない。そこで本稿ではまず最初に、収益性そのものについて考え、続いて収益性の測定と評価の方法についてもふれることにしたい。

I

今日、企業という表現はわが国においてひろく用いられているが、必ずしもその意味を十分に承知して使われているかどうかははなはだ疑わしいといわねばならない。

「株式会社とは、誰でも着うる背広の様なも

のである」といわれることからわかるように、株式会社であるがゆえに企業であるのではない。企業とは出資された資本に対して利潤（利益）をもたらすことを目的にして事業を営む組織であって、一般にその法律形態は株式会社である。したがって、企業についての経営分析では、このような企業の本質からまず何よりも利潤（利益）の獲得状態を認識し、評価しな

くてはならないのである。

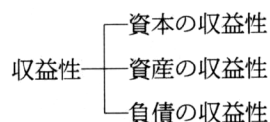
利潤（利益）の獲得状態は企業の実現すべき成果であるから、その意味において企業の業績、企業業績ということもできるが、これについての経営分析を一般に収益性分析という。

収益性分析は企業についての経営分析の中核となるものであるが、意外なことともいってよいほど収益性とはどういうことであるか、収益性の意味、収益性の本質は必ずしも明確にされていないのである。そこでまず最初に、収益性そのものについて考えてみることにしたい。

収益性の性は、収益性が性質であることを表わしている。そして収益性の収益は、損益計算上における収益ではなく、益を収める、利益を獲得できるということを意味している。したがって、収益性とは利益を収める、利益を獲得できるという性質である。

このように収益性は性質であり属性であるから、それは何の性質であるか、性質の属する主体が存在するものと考えなければならない。収益性の主体は、資本と資産と負債である。

資本の性質としての収益性を資本の収益性、資産の性質としての収益性を資産の収益性、そして負債の性質としての収益性を負債の収益性という。したがって、収益性はまずその主体別に、つぎのとおり三つに分けられる。



わが国では企業と株式会社あるいは会社を同義語として用いることが多いが、株式会社などは事業を営む組織の採用しうる法律形態であり、これらは必ずしも企業ではない。企業とは出資された私的資本に利益をもたらすことを目的にして設立され、この目的を実現するために

事業を営むものである。

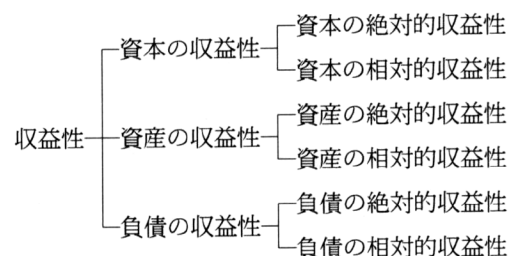
したがって、資本の収益性は企業の設立された目的であり、企業行動の目的である。これに対して、資産の収益性と負債の収益性は、企業の目的である資本の収益性を実現するための手段になる。

経営分析ではこのような収益性を測定し評価しなければならないが、測定するためには測定対象である収益性を定義式によって示さなくてはならない。

収益性は収益性の主体（元本）が獲得した利得（果実）の額、すなわち利得の絶対額によって示されるが、このような収益性は絶対額により把握されているという意味において絶対的収益性という。

これに対して収益性は、収益性の主体が利得を獲得するより時間的に先行して投入された収益性の主体の額に対する獲得した利得の額の比としても示すことができる。このような収益性は、相対比であるという意味において相対的収益性という。

そこで収益性は、つぎのように六種類の収益性に分類することができるようになる。



II

絶対的収益性は具体的な利益管理を実際にすすめるうえで重要な意味をもつが、収益性の分析すなわち収益性を測定し評価するためには相

対的収益性が有効である。そこで以下では、絶対的収益性を否定するのではなく、収益性分析の便宜上、相対的収益性のみをとりあげることにしたい。なお、以下では、この相対的収益性を単に収益性という。

したがって、資本の収益性など三種の収益性の定義式は、つぎようになる。

$$\text{資本の収益性} = \frac{\text{利 得}}{\text{資 本}}$$

$$\text{資産の収益性} = \frac{\text{利 得}}{\text{資 産}}$$

$$\text{負債の収益性} = \frac{\text{利 得}}{\text{負 債}}$$

上に示した三種の収益性の定義式はいずれも抽象的な概念式といってよいから、これらをより具体的に制度会計上の勘定科目で示すと、それぞれつぎようになる。

$$\text{資本の収益性} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}}$$

$$\text{資産の収益性} = \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{当期平均総資産}}$$

$$\text{負債の収益性} = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均総負債}}$$

このような定義式によって示される資本の収益性、資産の収益性、負債の収益性などを測定するためには、どのような測定指標を用いるのだろうか。

資本の収益性は、つぎに示す ROE_{AT} (return on equity, after taxes) によって測定する。この ROE_{AT} は、資本当期純利益率あるいは資本利益率 (税引基準) ともいう。

$$\text{ROE}_{AT}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

資産、とりわけ使用している総資産の収益性は、つぎに示す ROA (return on assets) に

よって測定する。

$$\text{ROA}(\%) = \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{当期平均総資産}} \times 100$$

ただし、

$$\text{利払前税引前当期純利益} = \text{税引前当期純利益} + \text{金融費用}$$

$$\text{金融費用} = \text{支払利息割引料} + \text{社債利息} + \text{社債発行差金償却費}$$

$$\text{総資産} = \text{資産合計} + \text{受取手形割引高} + \text{受取手形裏書譲渡高}$$

負債の収益性は、つぎに示す I (rate of interest) によって測定する。

$$I(\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均総負債}} \times 100$$

ただし、

$$\text{総負債} = \text{負債合計} + \text{受取手形割引高} + \text{受取手形裏書譲渡高}$$

つぎに、ROE_{AT} と ROA、I などの関係について考えてみよう。

ROE_{AT} の分子に用いる当期純利益は、税引前当期純利益とつぎのような関係にある。

$$\text{当期純利益} = \text{税引前当期純利益} - \text{法人税、}$$

$$\text{住民税および事業税}$$

$$= \text{税引前当期純利益}$$

$$- \text{税引前当期純利益}$$

$$\times \frac{\text{法人税、住民税および事業税}}{\text{税引前当期純利益}}$$

$$= \text{税引前当期純利益} \times (1 - \tau)$$

ただし、

$$\tau = \frac{\text{法人税、住民税および事業税}}{\text{税引前当期純利益}}$$

ここで、つぎのような ROE (return on equity, before taxes) を考えてみよう。この ROE は、資本税引前当期純利益率あるいは資本利益率 (税込基準) ともいう。

$$ROE(\%) = \frac{\text{税引前当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

この ROE は、前に述べた ROE_{AT} とつぎのような関係にある。

$$ROE_{AT} = ROE \times (1 - \tau)$$

さて、 ROE_{AT} は、ROA や I などとつぎのような関係にある。

$$ROE = ROA + (ROA - I) \times \lambda$$

ただし、

$$\lambda = \frac{\text{当期平均総負債}}{\text{当期平均資本合計}}$$

したがってまた、ROE は、ROA や I とつぎのような関係にある。

$$ROE_{AT} = [ROA + (ROA - I) \times \lambda] \times (1 - \tau)$$

I (rate of interest) は総負債利率ともいい、負債合計に受取手形割引高と受取手形裏書譲渡高を加えた総負債の調達利率(調達コストともいう)であるが、このような調達利率により調達した総負債を I に比べてより高い ROA (return on assets) で資産運用するならば、つぎに示す D (difference) すなわち総負債運用利鞘が生ずる。

$$D = ROA - I$$

さらに、D (総負債運用利鞘) と λ (総負債比率ともいう) の積は負債の利用による ROE に対する貢献を意味し、これを EOL (efficiency of liabilities) すなわち総負債運用効率という。

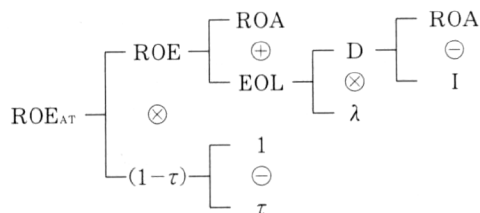
$$EOL = D \times \lambda$$

したがって、ROE と ROE_{AT} は、それぞれつぎのように示すことができるようになる。

$$ROE = ROA + EOL$$

$$ROE_{AT} = [ROA + EOL] \times (1 - \tau)$$

なお、このような関係は、つぎのように図示することができる。



ROA (return on assets または return on total assets) は総資産利払前税引前当期純利益率ともいい、使用総資産の運用利回りを意味している。この ROA はつぎの式にみるように、M (margin) と T (turnover) の積として示すことができる。

$$ROA(\%)$$

$$= \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{当期平均総資産}} \times 100$$

$$= \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\times \frac{\text{売上高}}{\text{当期平均総資産}}$$

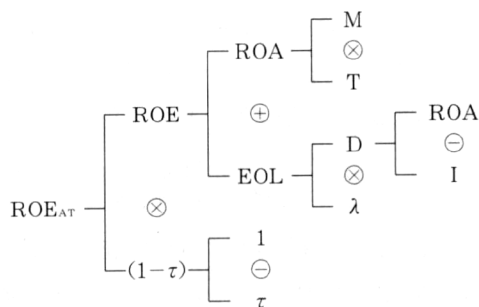
$$= M \times T$$

ただし、

$$M(\%) = \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$T(\text{回/年}) = \frac{\text{売上高}}{\text{当期平均総資産}}$$

したがって、このような M と T を組み入れると、 ROE_{AT} を出発点とする ROA など諸指標の体系は、つぎのように図示することができる。



III

資本の収益性は ROE_{AT} によって測定することができるが、経営分析では測定した ROE_{AT} の数値により、資本の収益性を評価しなくてはならない。これを便宜上、 ROE_{AT} の数値を評価する、あるいは ROE_{AT} を評価するなどというが、それはどのようにして行うのだろうか。つぎに、これについて考えてみよう。

多くの場合、指標の数値を評価するにあたっては、評価のよりどころとして当該会社の属するいわゆる業界平均値、同業他社や競争関係にある他社の数値、当該会社の前期における数値あるいは過去の平均値、などを用いる。しかし、このような諸数値は、いずれも当該会社にとってのあるべき数値ではない。より正確にいうならば、このような数値は、当該会社の資本の収益性の評価にあたって本質的に規範的意義をもたない。

ROE_{AT} の数値から資本の収益性が満足できるものであるかどうかを評価するには、 ROE_{AT} の数値が少なくともどれだけあれば満足できるかを意味する ROE_{AT} の期待値の数値を算定し、これと実際の ROE_{AT} の数値を比較して行うのである。

ROE_{AT} の期待値の数値は、もちろん直観力 (Intuition) によっても考えることができるであろう。しかし以下では、これを順を追って考えてみよう。

ROE_{AT} の分母には当期平均資本合計を用いるが、これはもちろんその金額に相応する資金が当該会社に出資されているからであり、それが他に預けられたり、あるいは貸し付けられたりしていないことを意味する。もし、それが他

に預けられたり、あるいは貸し付けられたりしているとすれば、相当する利息を受け取りうることはいうまでもない。

当該会社に出資されているがゆえに、他に預けたり貸し付けたりした場合に受け取る利息は結果として放棄しているのであって、したがって、当該会社に対する出資の成果として、この他に運用した場合に受け取るであろう利息に相当する額を期待することになる。つまり ROE の期待値には、まず第一に、このような他で受け取るであろう利息の率、すなわち受取利子率相当分が考えられる。この受取利子率相当分の数値は、出資が長期にわたるものであるから長期利子率を長期間にわたって考慮して決定する。

受取利息の元本である預金や貸付金については、原則として元本保証がつけられているが、出資された資本には元本保証がつけられていない。資本には元本保証がないから、それゆえに資本は自ら元本保証をしなくてはならない。このように自らによる元本保証は、それ自体に矛盾があるとも考えられるが、それは資本が維持存続するためのいわば自衛的行動であり、元本保証というより元本確保というべきであろう。

元本回収 (元本確保といってもよい) は利益によるほかは術がないから、元本回収率 (元本確保率といってもよい) は ROE_{AT} の期待値を構成する第二の要素として考えなくてはならない。この元本回収率は、まず元本回収期間の期待値を当該会社の諸条件から考え、単利計算ではその逆数になり、複利計算によれば、それは元利合計が2になる利子率である。

いま、利子率相当分を5%、元本回収率相当分を10%とすれば、 ROE_{AT} の期待値はこの二者を合計して15%になる。このような ROE_{AT} の

期待値15%を超える ROE_{AT} を実現している例は今日でも少なくないが、この ROE_{AT} の期待値15%は、一見するときわめて高く感じられるであろう。

しかし、それは現実のあまりにも低い ROE_{AT} に馴れ、これに迎合する思考に陥っているゆえといってもよからう。 ROE_{AT} の期待値を構成する第三の要素としては、さらにリスク・プレミアムも考慮しなくてはならない。このリスク・プレミアムは、現実の ROE_{AT} が ROE_{AT} の期待値を下回った場合、これを補填する機能をもっている。したがって、リスク・プレミアム $X\%$ をも含めると、 ROE_{AT} の期待値は $(15+X)\%$ になるわけである。

IV

ROE は、すでにみたとおり資産の運用成果を示す ROA (総資産利払税引前当期純利益) と負債の運用成果を示す EOL (総負債運用効率) の和として考えることができる。これはいうまでもなく、 ROE を ROA と EOL を合計して算出することを意味するのではなく、 ROE が ROA と EOL の合計に等しいという関係にあることを表わしている。

$$ROE = ROA + EOL$$

したがって、 ROE がなぜそのような数値になったのか、あるいは ROE がなぜ上昇(下降)したか、などを分析するうえで、 ROA と EOL を算出してみると、そのよってきたところがわかる。とりわけ ROA は、 EOL の構成要素ともいべき D (総負債運用利鞘) の決定項目として機能しているから、 ROA はいわば一人二役を果たしているのであって、 ROA は収益性の分析においてきわめて重要な意味を

もっているのである。

ROA はすでに述べたように M と T の積になるから、さらに M と T を細分化して分析をすすめるが、つぎにこれについて考えてみたい。

M (売上高利払前税引前当期純利益率) は売上高に対する利払前税引前当期純利益の率であるが、これはつぎに示すように、順次、細分化して分析する。

$$M(\%) = \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$= \frac{\text{税引前当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$+ \frac{\text{金融費用}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$= \text{売上高税引前当期純利益率}$$

$$+ \text{売上高金融費用率}$$

ただし、

$$\text{売上高税引前当期純利益率}(\%)$$

$$= \frac{\text{税引前当期純利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{売上高金融費用率}(\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{売上高税引前当期純利益率}(\%)$$

$$= \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \times 100 + \frac{\text{特別利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$- \frac{\text{特別損失}}{\text{売上高}} \times 100$$

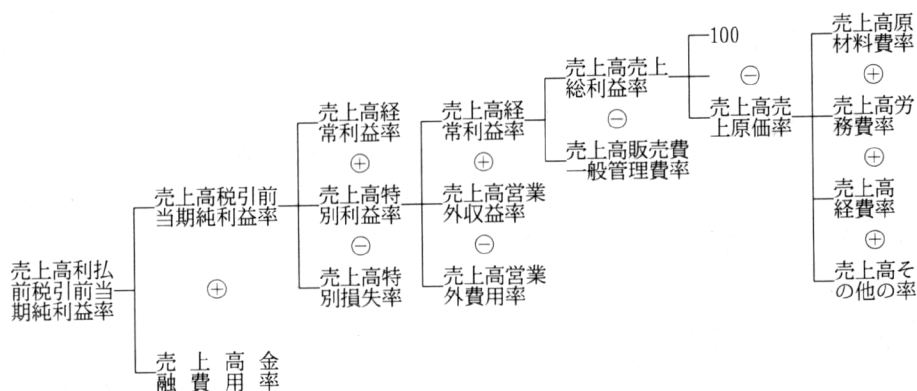
$$= \text{売上高経常利益率} + \text{売上高特別利益率}$$

$$- \text{売上高特別損失率}$$

ただし、

$$\text{売上高経常利益率}(\%) = \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{売上高特別利益率}(\%) = \frac{\text{特別利益}}{\text{売上高}} \times 100$$



$$\text{売上高特別損失率(\%)} = \frac{\text{特別損失}}{\text{売上高}} \times 100$$

売上高経常利益率(%)

$$= \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times 100 + \frac{\text{営業外収益}}{\text{売上高}} \times 100 - \frac{\text{営業外費用}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$= \text{売上高営業利益率} + \text{売上高営業外収益率} - \text{売上高営業外費用率}$$

ただし、

$$\text{売上高営業利益率(\%)} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{売上高営業外収益率(\%)} = \frac{\text{営業外収益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\text{売上高営業外費用率(\%)} = \frac{\text{営業外費用}}{\text{売上高}} \times 100$$

売上高営業利益率(%)

$$= \frac{\text{売上総利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$\frac{\text{販売費および一般管理費}}{\text{売上高}} \times 100$$

$$= \text{売上高受上総利益率} - \text{売上高販売費一般管理費率}$$

ただし、

$$\text{売上高売上総利益率(\%)} = \frac{\text{売上総利益}}{\text{売上高}} \times 100$$

売上高販売費一般管理費率(%)

$$= \frac{\text{販売費および一般管理費}}{\text{売上高}} \times 100$$

売上高売上総利益率(%)

$$=100-\frac{\text{売上原価}}{\text{売上高}}\times 100$$

$$=100-\text{壳上高壳上原価率}$$

ただし、

$$\text{売上高売上原価率(\%)} = \frac{\text{売上原価}}{\text{売上高}} \times 100$$

売上高売上原価率は、製造業の場合、さらに売上高原材料費率、売上高労務費率、売上高経費率などに細分化して分析をすすめる。

以上を要約すると、上部のように図示することが出来る。

また、 T （総資産回転率）については、これと逆数の関係にある t （総資産回転期間）に変換し、さらにこれをつぎのような資産別の回転期間に細分化し分析する。

$$T(\text{回/年}) = \frac{\text{売上高}}{\text{当期平均総資産}}$$

$$t(\text{月}) = \frac{\text{当期平均総資産}}{\text{平均月商}}$$

$$t \text{ (月)} = \frac{12}{T}$$

$$\text{現金預金回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均現金預金}}{\text{平均月商}}$$

V

$$\text{売上債権回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均売上債権}}{\text{平均月商}}$$

ただし、

$$\text{売上債権} = \text{受取手形} + \text{受取手形割引高} + \\ \text{受取手形裏書譲渡高} + \text{売掛金}$$

$$\text{製品商品回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均製品商品}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{仕掛品回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均仕掛品}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{原材料回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均原材料}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{その他の流動資産回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均その他の流動資産}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{有形固定資産回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均有形固定資産}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{無形固定資産回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均無形固定資産}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{投資その他の資産回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均投資その他の資産}}{\text{平均月商}}$$

$$\text{繰延資産回転期間(月)} = \frac{\text{当期平均繰延資産}}{\text{平均月商}}$$

なお、製品商品回転期間や仕掛品回転期間、
原材料回転期間については、つぎのような在庫
期間などを算出してみる必要がある。

$$\text{製品商品在庫期間(月)} = \frac{\text{当期平均製品商品}}{\text{平均月間売上原価}}$$

$$\text{仕掛品滞留期間(月)} = \frac{\text{当期平均仕掛品}}{\text{平均月間仕掛品進捗額}}$$

ただし、

$$\text{仕掛品進捗額} = (\text{原材料費} + \text{当期平均製} \\ \text{造原価}) \div 2$$

$$\text{原材料在庫期間(月)} = \frac{\text{当期平均原材料}}{\text{平均月間原材料費}}$$

EOL (総負債運用効率) は、ROA とともに
ROE の構成要素であり、それは負債の利用に
よる ROE に対する貢献であり、いわゆるレバ
レッジ効果を意味している。

$$E = D \times \lambda$$

ここで、D は ROA と I (総負債利率) の
差であって、これが正 ($D > 0$) であるかぎり
 λ (総負債比率) (単に負債比率とよんでもよ
い) が大きければ大きいほど ROE にとって有
利である。

D が負 ($D < 0$) となったとき直ちに λ をゼ
ロにすることができれば、ROE は ROA と等
しくなるが、実際には λ をゼロにすることは、
とくに λ を急速にゼロにすることは不可能であ
るから、したがって ROE は ROA より低くな
る。これが、D の負となったことによる ROE
に対するマイナスのレバレッジ効果である。

λ はわが国で広く知られている自己資本比率
(自己資本構成比率などともいう) λ' とつぎ
の式に示すような関係にあり、また図 1 のよう
に表わすことができる。

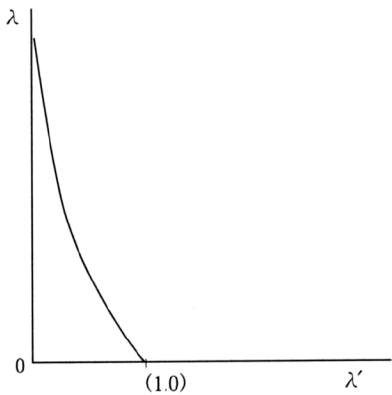
$$\lambda = \frac{1}{\lambda'} - 1$$

したがって、比較的に低い λ' をいわゆる自
己資本の充実によって高めると、 λ は急速に低
下し、他の条件を一定とすれば ROE は急速に
低下する。

また、I (総負債利率) は、つぎのように
細分化して分析をすすめることができる。

$$I (\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均総負債}} \times 100$$

図 1



$$\begin{aligned} &= \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均有利子負債}} \times 100 \\ &\quad \times \frac{\text{当期平均有利子負債}}{\text{当期平均総負債}} \\ &= \text{有利子負債利率} \times \text{有利子負債構} \\ &\quad \text{成比} \end{aligned}$$

ただし、

$$\text{有利子負債利率}(\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均有利子負債}} \times 100$$

$$\text{有利子負債構成比} = \frac{\text{当期平均有利子負債}}{\text{当期平均総負債}}$$

この有利子負債利率はさらにつぎのように細分化することにより、有利子負債の種類別にそれぞれの利率と構成比を算出し、分析をす

めることができるようになる。

有利子負債利率(%)

$$= \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均有利子負債}} \times 100$$

$$= \frac{\text{金融費用}_1}{\text{当期平均有利子負債}_1} \times 100$$

$$\times \frac{\text{当期平均有利子負債}_1}{\text{当期平均有利子負債}} + \dots\dots$$

$$= \text{有利子負債利率} \times \text{有利子負債構} \\ \text{成比} + \dots\dots$$

ただし、

有利子負債₁利率(%)

$$= \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均有利子負債}} \times 100$$

$$\text{有利子負債}_1 \text{構成比} = \frac{\text{当期平均有利子負債}}{\text{当期平均有利子負債}}$$

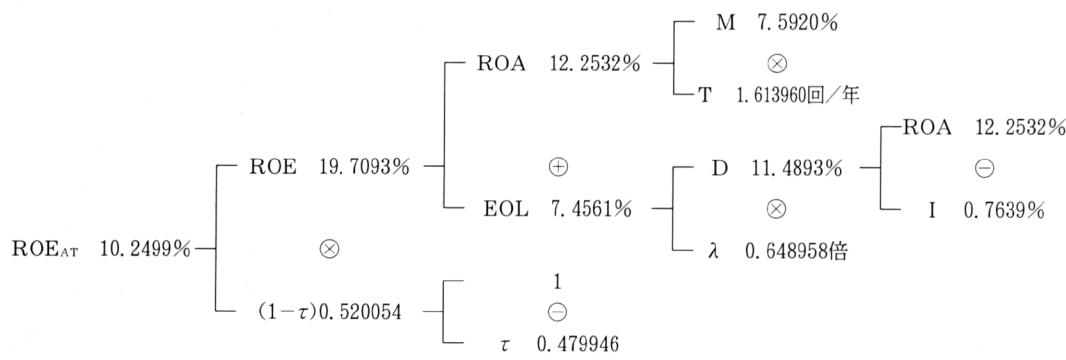
VI

つぎに、A薬品工業会社など株式を店頭公開している8社をとりあげ各社の4決算期のROEなどを実際に算出してみると、その結果は以下に示すとおりである。なお、各社ともに4決算期のうち最近期について、ROE_{AT}など各指標の関係を図で示しておいた。

(1) A薬品工業会社(第18期～第21期)

		第18期	第19期	第20期	第21期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	18.1314	19.0408	16.1975	10.2499
(2)ROE(%)	(5)+(6)	36.3481	39.2269	30.7799	19.7093
(3)τ		0.501174	0.514599	0.473763	0.479946
(4)1-τ		0.498826	0.485401	0.526237	0.520054
(5)ROA(%)	(7)×(8)	13.4255	15.2375	14.4777	12.2532
(6)EOL(%)	(9)×(10)	22.9226	23.9895	16.3021	7.4561
(7)M(%)		6.7224	7.5540	7.6987	7.5920
(8)T(回/年)		1.997144	2.017137	1.880538	1.613960
(9)D(%)	(5)-(11)	12.4737	14.1600	13.5209	11.4893
(10)λ(倍)		1.837671	1.694166	1.205699	0.648958
(11)I(%)		0.9518	1.0774	0.9568	0.7639

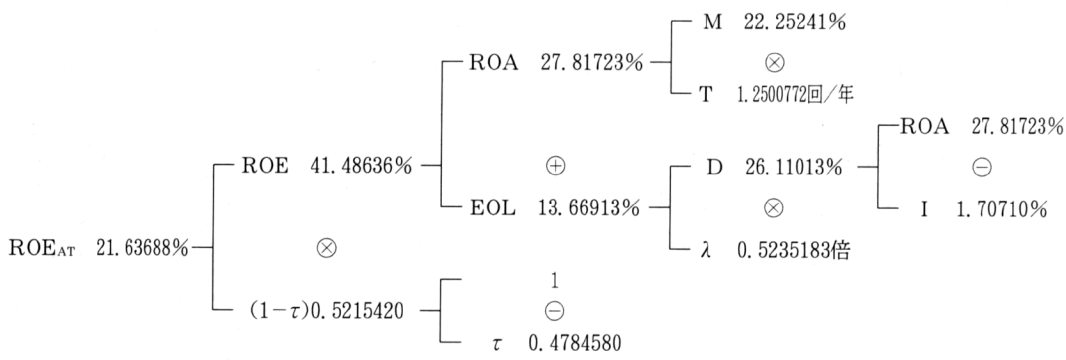
A 社第21期



(2) B レストラン会社 (第35期～第38期)

		第35期	第36期	第37期	第38期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	28.84615	46.11399	47.94521	21.63688
(2)ROE (%)	(5)+(6)	44.23077	95.85492	98.63014	41.48636
(3) τ		0.3478261	0.5189189	0.5138889	0.4784580
(4) $1 - \tau$		0.6521739	0.4810811	0.4861111	0.5215420
(5)ROA (%)	(7)×(8)	10.09070	16.57061	30.78086	27.81723
(6)EOL (%)	(9)×(10)	34.14006	79.28435	67.84928	13.66913
(7)M (%)		6.71698	10.47836	20.52402	22.25241
(8)T (回/年)		1.5022676	1.5814121	1.4997481	1.2500772
(9)D (%)	(5)-(11)	4.56371	12.80492	28.28264	26.11013
(10) λ (倍)		7.4807692	6.1917098	2.3989726	0.5235183
(11) I (%)		5.52699	3.76569	2.49822	1.70710

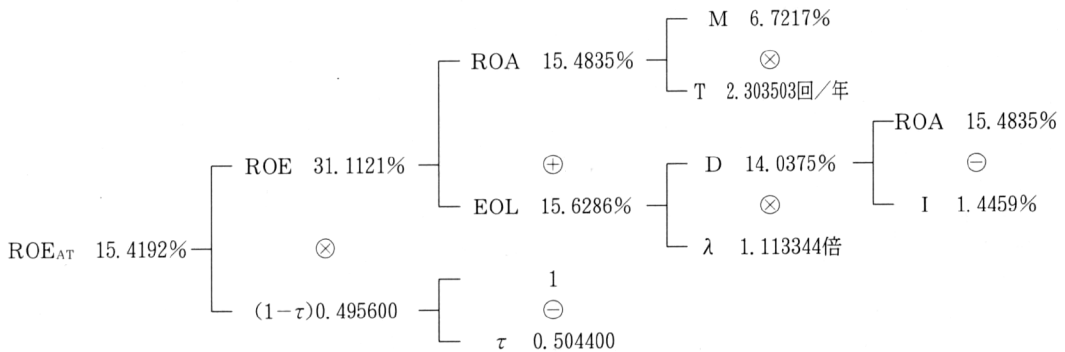
B 社第38期



(3) C教育事業会社(第28期～第31期)

		第28期	第29期	第30期	第31期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	39.7039	22.9700	20.8483	15.4192
(2)ROE (%)	(5)+(6)	79.7251	53.3455	43.7212	31.1121
(3) τ		0.501989	0.569411	0.523153	0.504400
(4) $1 - \tau$		0.498011	0.430589	0.476847	0.495600
(5)ROA (%)	(7)×(8)	17.2227	17.1474	17.9098	15.4835
(6)EOL (%)	(9)×(10)	62.5023	36.1981	25.8115	15.6286
(7)M (%)		5.7715	6.9228	7.3880	6.7217
(8)T (回/年)		2.984097	2.476945	2.424169	2.303503
(9)D (%)	(5)−(11)	15.2951	14.7996	15.9091	14.0375
(10) λ (倍)		4.086439	2.445888	1.622438	1.113344
(11) I (%)		1.9277	2.3478	2.0007	1.4459

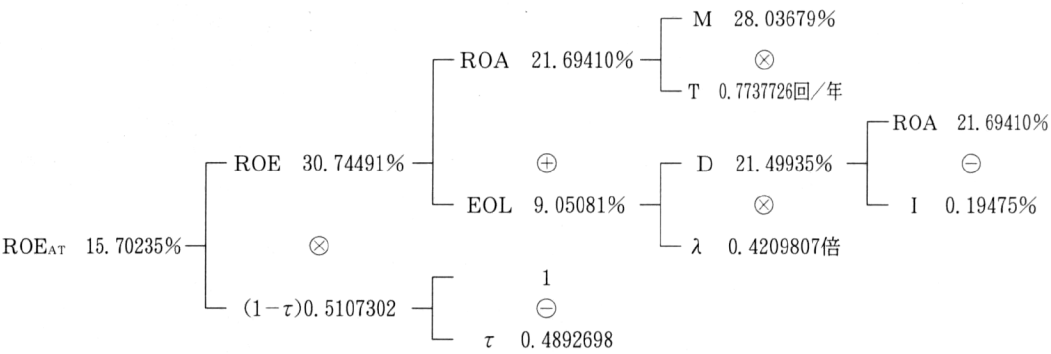
C社第31期



(4) Dソフトウェア製造会社(第22期～第25期)

		第22期	第23期	第24期	第25期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	48.50146	40.79404	23.41107	15.70235
(2)ROE(%)	(5)+(6)	99.54313	75.09926	44.00926	30.74491
(3)τ		0.5127593	0.4567983	0.4680421	0.4892698
(4)1-τ		0.4872407	0.5432017	0.5319579	0.5107302
(5)ROA(%)	(7)×(8)	47.21008	25.58285	20.28287	21.69410
(6)EOL(%)	(9)×(10)	52.33304	49.51642	23.72639	9.05081
(7)M(%)		26.83801	23.94120	22.66493	28.03679
(8)T(回/年)		1.7590756	1.0685700	0.8949008	0.7737726
(9)D(%)	(5)-(11)	44.54984	24.93922	19.93386	21.49935
(10)λ(倍)		1.1747076	1.9854839	1.1902558	0.4209807
(11)I(%)		2.66024	0.64363	0.34901	0.19475

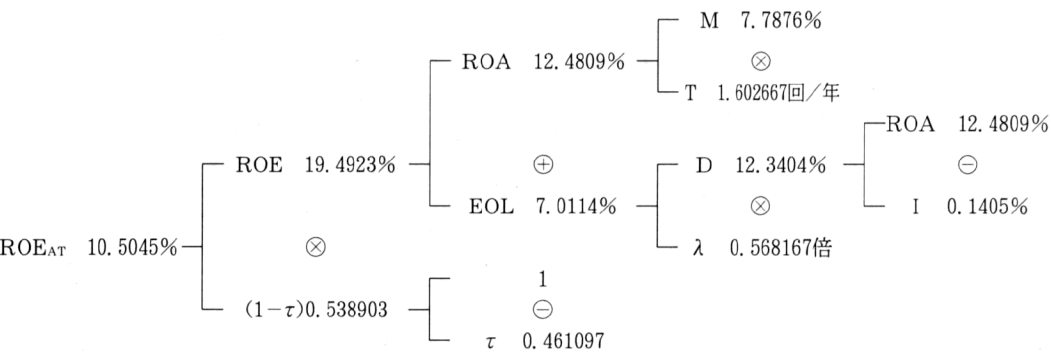
D社第25期



(5) E不動産会社 (第10期～第13期)

		第10期	第11期	第12期	第13期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	22.7673	24.9169	16.1498	10.5045
(2)ROE (%)	(5)+(6)	49.8275	46.7015	29.9804	19.4923
(3) τ		0.543077	0.466463	0.461323	0.461097
(4) 1 - τ		0.456923	0.533537	0.538677	0.538903
(5)ROA (%)	(7)×(8)	26.7623	26.5960	18.1970	12.4809
(6)EOL (%)	(9)×(10)	23.0652	20.1054	11.7834	7.0114
(7)M (%)		10.6127	12.2379	8.9977	7.7876
(8)T (回/年)		2.521721	2.173245	2.022412	1.602667
(9)D (%)	(5)-(11)	26.4981	25.3970	17.5720	12.3404
(10) λ (倍)		0.870448	0.791647	0.670578	0.568167
(11) I (%)		0.2642	1.1990	0.6250	0.1405

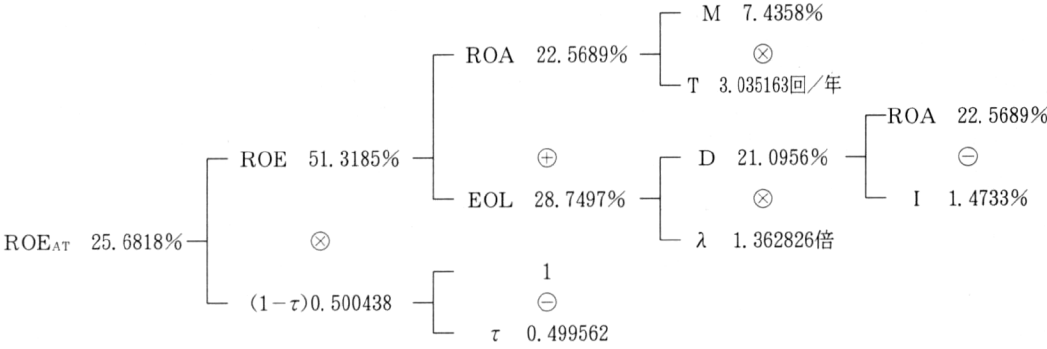
E社第13期



(6) F 商事会社 (第30期～第33期)

		第30期	第31期	第32期	第33期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	18.3429	24.2023	39.6396	25.6818
(2)ROE (%)	(5)+(6)	40.5848	58.3986	76.5546	51.3185
(3)τ		0.548035	0.585567	0.482204	0.499562
(4)1-τ		0.451965	0.414433	0.517796	0.500438
(5)ROA (%)	(7)×(8)	7.5037	11.6182	15.8072	22.5689
(6)EOL (%)	(9)×(10)	33.0812	46.7803	60.7474	28.7497
(7)M (%)		2.6184	3.9169	5.2200	7.4358
(8)T (回/年)		2.865751	2.966141	3.028204	3.035163
(9)D (%)	(5)-(11)	4.4372	8.8504	13.9324	21.0956
(10)λ (倍)		7.455472	5.285671	4.360141	1.362826
(11)I (%)		3.0665	2.7678	1.8747	1.4733

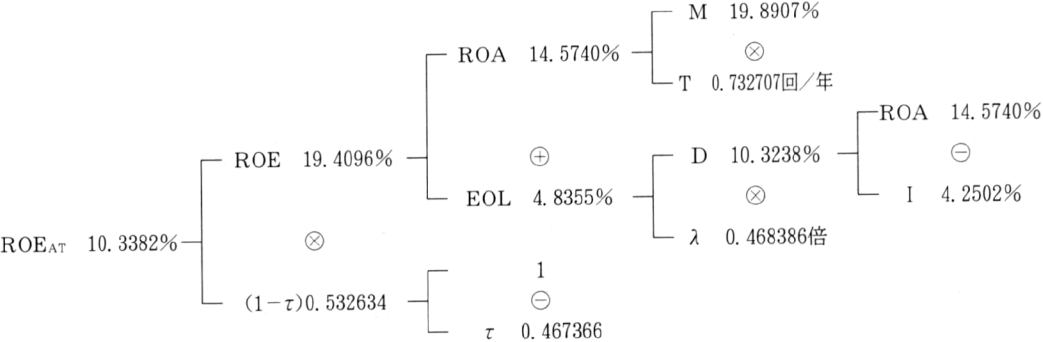
F 社第33期



(7) G 商事会社 (第18期～第21期)

		第18期	第19期	第20期	第21期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	18.3989	16.4165	18.1306	10.3382
(2)ROE (%)	(5)+(6)	31.0482	27.9144	32.1127	19.4096
(3)τ		0.407407	0.411899	0.435407	0.467366
(4)1-τ		0.592593	0.588101	0.564593	0.532634
(5)ROA (%)	(7)×(8)	12.8780	14.3349	17.9023	14.5740
(6)EOL (%)	(9)×(10)	18.1702	13.5795	14.2104	4.8355
(7)M (%)		18.6985	18.7392	20.8249	19.8907
(8)T (回/年)		0.688715	0.764971	0.859658	0.732707
(9)D (%)	(5)-(11)	7.9819	9.6258	13.3361	10.3238
(10)λ (倍)		2.276426	1.410731	1.065557	0.468386
(11)I (%)		4.8961	4.7091	4.5662	4.2502

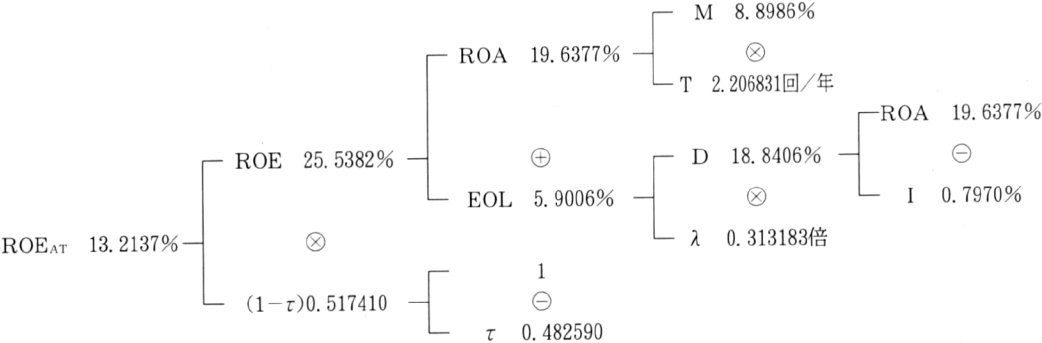
G社第21期



(8) Hチェーンストア会社(第33期～第36期)

		第33期	第34期	第35期	第36期
(1)ROE _{AT} (%)	(2)×(4)	23.6098	15.6006	14.8660	13.2137
(2)ROE(%)	(5)+(6)	45.7916	30.3467	29.7897	25.5382
(3)τ		0.484406	0.485921	0.500967	0.482590
(4)1 - τ		0.515594	0.514079	0.499033	0.517410
(5)ROA(%)	(7)×(8)	22.9213	18.2728	20.9355	19.6377
(6)EOL(%)	(9)×(10)	22.8703	12.0739	8.8542	5.9006
(7)M(%)		10.2700	8.2595	9.1770	8.8986
(8)T(回/年)		2.231871	2.212325	2.281304	2.206831
(9)D(%)	(5)-(11)	21.6282	17.0651	19.6964	18.8406
(10)λ(倍)		1.057429	0.707520	0.449534	0.313183
(11)I(%)		1.2931	1.2077	1.2391	0.7970

H社第36期



A薬品工業会社など8社の資本の収益性は、各社のROEが次第に低下しているから、いずれの会社においても低下する傾向にあるが、その大きな原因は λ （総負債比率）の傾向的低下にある。

λ は会社の採用した資金調達の結果を示しているから、いいかえれば λ は会社の財務戦略の軌跡である。いわゆる自己資本の充実はそれ自体が会社経営において目的化し、その結果として徒に λ を低下させているといつてよい。

ROAが充分に高い値に維持できる場合においては、むしろ λ の低く保つ財務戦略を採用す

べきである。しかし、ROAがとくに高くはない場合あるいはROAが低い場合には、D（総負債運用利鞘）が正数を維持できるかぎり、 λ の値は少なくとも1以上に維持する必要のあることを指摘しておきたい。

〔付記〕2000年1月に発行された出版物のなかに本稿の内容および表現（式、表、図を含む）ときわめて類似したところがあるが、本稿はそれとまったく無関係に独立しているので敢えてここに付記しておく。

（当所東京研究所主任研究員）