

演

日本企業の収益性——ROA・ROE・レバレッジ

講

若 杉 敬 明

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから本日の講演会を開始いたします。

本日の講師は、東京大学教授の若杉敬明先生です。若杉先生には、以前にもこの講演会の講師をお願いしています。改めてご経歴を簡単に紹介させていただきます。

若杉先生は昭和一八年のお生まれで、昭和四一年に東京大学経済学部、また四三年に大学院修士課程をご卒業になり、助教を経て、昭和六〇年に東京大学経済学部教授に就任され、現在に至っております。

先生は、企業金融論がご専門でございます。著書や論文を多数発表されておられます。現在、日本経営財務研究学会副会長、日本ファイナンス学会理事、ミ

シガン大学ビジネススクール金融研究所長等のご要職にあり、また大蔵省の証券取引審議会委員や厚生年金基金連合会の年金資産管理委員会委員等としても幅広く活躍しております。証券界では、東京証券取引所や証券業協会がいろいろとお世話になっておりますほか、当研究所におきましても、一〇年以上にわたり主査研究員としてご指導をいただいている方でございます。

本日は、若杉先生から、「日本企業の収益性——ROA・ROE・レバレッジ」というテーマでお話しいただくことといたしました。

それでは、若杉先生、よろしくお願いいたします。

一、はじめに

ただいまご紹介いただきました若杉です。きょうは、今ご紹介していただいたようなテーマで話をしたいと思います。

企業の収益性ということでお話するわけですが、最近このテーマはいろんなところで取り上げられていまして、日本の企業の収益性が下がっているということで問題になっているわけです。私もここで私なりに所感を述べてみたいというところでございます。

きょうお話しするものは、現在、日本開発銀行のデータを使いまして、富士通の子会社である富士通システム総研という幅広く経営分析をしているのですが、その過程で出てきた成果を私なりにまとめてお話しするものです。非常に経営分

析的な、多少テクニカルな面があるのですが、最初にも、私の問題意識というか、英語でいうとモチベーションというのですか、そういうことについて簡単にお話ししておきたいと思います。

第一点は、最近、ROE（株主資本利益率）、ROA（総資本利益率）等、企業の収益性が低下しているということで、いろいろ問題になっている。そのことに関して、本当にそうなのかということと、ファイナンスの立場からいいますと、リスクとリターンという二つの面で見えていきますから、仮に収益性が下がっても、もしリスクが小さくなっているならば、そんなに困ったことが起きているわけじゃないんじゃないかというふうにもいうことができるわけですので、その辺のことをチェックしてみたいというのが一つです。

また、ROEについて、最近では株主資本利益率という言い方が一般的になってきましたけれど

も、このROEを見て収益性が下がっているという事で問題になっているわけです。この辺の議論は、私が見るところでは、主として証券界あるいはその周辺から出ていると思うのですけれども、株式市場の今のような低迷を背景に、株主を大事にして株式市場をもっと活性化したいという気持ちからROEの議論が出て来たのだろーうと思うのです。これはリターン・オン・エクイティということ、かつては自己資本利益率といっていたわけですが、最近では株主の観点をはつきりさせようということで、株主資本利益率という言葉をしているわけです。この株主資本利益率というのは、後でお話ししますけれども、ROAによっても決まりますし、また金利の動向とかあるいは企業の資本構成の影響を受けますので、ROEで企業の収益性を論ずるのは余りいいことじゃないということもありまして、わかり切った

ことですけれども、そういうこともきょうはお伝えしたいということもあって参りました。

もう一つの問題意識は、企業が最近不況で、業績を立て直すために、コスト・リダクションをやっているわけですが、それが今人のところに手をつけてきたわけですね。これまではなるべく終身雇用ということで、人は解雇しないでやっていこう、仮に子会社やなにかをつくってレイオフしたように見えても、子会社に行ってずっと長期的に面倒を見るといいうのが今までの企業のやり方だったわけですが、最近ではそれをほうり出したままというか、事実上の首切りがだんだんふえてきているわけ、日本の労働慣行が変わったんじゃないか、変わりつつあるんじゃないか、そういうことがいわれているわけですが、その辺の根拠は経営分析的に見てどういふところにあるかということを見てみたいというのが、もう一つの問題

題意識だったわけです。

そんなことで、いろいろ議論されているROAの低下ということについて、自分なりにチェックしてみたいということと、最近の企業の動きというのが、経営分析的に見てどういうふうに合理化されるのか、あるいはされないのかということをチェックしてみたい、きょうはそういう二つの問題意識でお話してみたいということでございます。

もう少しROEのお話をしますと、先ほども申し上げましたように、株式市場が低迷しているわけで、こういう中で個人投資家の株式離れが進んでいまして、証券界は大変苦境にあるわけですが、そういうところから、日本では企業が株主を大事にしないからこんなことになったんだという声が証券市場から出てきているわけですね。そういうことから、今までROEについて自己資

本利益率という呼び方をしていたのを、株主資本利益率という呼び方にして、株主のことを大事にしているということをあらわそうとしているのですけれども、このROEが下がっているというのが、今の証券界の問題提起だと思ふのですね。

そのときに、ROEがなぜ下がったかということとですけれども、きょう私がこれからお話することは、基本的にはROA、すなわち、企業全体として収益性が下がっていることが第一の原因だということであります。このROAの低下、それが何から起こっているかということについては、大きく分けて二つのポイントがあるといわれております。私がそう思っているんじゃないくて、そういうふうにいわれているということですが、八〇年代の後半に企業が過剰な設備投資をやったというのの一つ。もう一つは、企業が財テクに走って、今金融市場の崩壊で、その損失で困っているん

だ。そういうことで、いずれにしましても、実物面にせよ、あるいは金融資産にせよ、企業が過剰な投資に走ったんだというのが、企業の収益性の低下を指摘する声の一つの論点なわけです。

なぜ企業がそういう過剰な設備投資や、当時からもうそういう面があったのですけれども、今から見れば非常識と考えるような財テクに走ったかということになるわけですが、その辺について、日本企業のガバナンスに問題があるんだというのが、非常に大ざっぱに言えば証券界の攻撃だと思うのですね。証券市場が低迷しているのは、証券市場が、あるいは株式市場が悪いんじゃないくて、企業が悪いんですよといっているような、そういうニュアンスがあるわけです。

では、なぜ経営者が過剰投資をしたかという、日本の場合には株式持合いが行われていて、個人株主も少ないし、支配的な株主がいないとい

うことで、経営者は株主から自由だった、株主の影響を受けないでやっていた。また、大企業についていいますと、それまではメインバンク・システムが働いていて、銀行のチェックが効いていたとか、そういうことがあったわけですが、証券化という流れの中でメインバンクの影響力が衰えてきて、企業の経営者をチェックする力がなくなっていました。その結果、うまくいけば経営者が何にも干渉されずに自由に功利的な経営ができるという面が出てくるのですけれども、逆に悪い方が出て、糸の切れた舐みたいに、経営者がやりたい放題のことをやってしまった。そこに要するに株主が不在という日本の企業の実態、それをコーポレート・ガバナンスと呼んでいるわけですが、そういうコーポレート・ガバナンスが今の不況を招いたんだというのが、私が見るところの証券界の一つの考え方だと思うのです。

そういうことから、今の不況を、これは世間の人はいずれ知らないで証券界の一部の人しか使わない言葉ですけども、「ガバナンス不況」なんていう言い方もあるわけです。そんなことで、八〇年代の過剰投資が企業の収益性をこういうふうな極端に落としているんじゃないかという議論があるわけですが、その点もこれからチェックをしていきたいと考えています。

今日はグラフを用意してきましたので、そのグラフを見ながらお話を進めていきたいと思いません。

二、ROEではなくROAの動きが重要

まず、グラフ1「全産業のROEの推移」ですが、企業がビジネスをやるためにはお金、いわゆ

る資本が必要なわけですけども、それは自己資本と負債に大きく分けられます。負債というのは、銀行からの借入れとか社債によって得たお金ですけども、企業の業績がよくても悪くても決まった金利を取るという意味で、負債というのはビジネスリスクを負担しない、そういうふうなファイナンス的には見られ、定義されています。

それに対して株主の方は、企業の売上高の中からいろんな費用を引いて、最終的に残ったものを利益として受け取る。そういう意味で、いわば残り物を受け取る形になっているわけでして、残り物というのはたくさん残ることもあれば、少ししか残らないこともあるという意味で、株主は利益が大きいときも小さいときもあるという意味でリスクを負担しているわけですね。そういうことで、自己資本はビジネスリスクを負担するといわれています。

ちなみに、先ほどのコーポレート・ガバナンスということでいいますと、現代のファイナンスの考え方は、リスクを負担する人が所有者だという考え方です。所有者は、今の私的財産所有制度のもとでは、持っている人はそれを自分の好きなように使っていていいということになっているわけです。ですから、株式会社というのは株主がリスクを負担する、したがって、株式会社は株主のものだ、株主が企業を経営する権利を持っているという事になっているわけです。実際には株主が経営者になって経営するわけではなくて、株主総会で取締役を選んで、その取締役の中から経営者を選んで企業を経営する形になっていますけれども、株主は自分の気に入った取締役を選ぶことができるようになってきているという意味で、今の日本の株式会社制度、商法あるいは会社法のもとでは、株式会社というのは株主のもので、本来制度

的にいえば、ガバナンスは株主にあるという考え方ですけれども、それがそのとおりに動いているのがアメリカの企業で、それに対して日本の場合には必ずしもそうならないというのが、最近のコーポレート・ガバナンスの論理ということになるわけです。

ちょっと話が長くなりましたけれども、このグラフのデータは六〇年から九二年までです。必ずしも上場会社だけではないのですけれども、開発銀行が古くから持っている財務データベースに収録されている企業です。六〇年ころで大体八〇〇社くらい、最近では一二五〇社くらいあり、金融を除く全産業の平均です。これを見ますと、ROEというのは大きく動いています。この動いているところ、リスクがあるんだということになるわけですけれども、特に八〇年代の後半からずっと落ちてきている。最近は特に一〇%

を切って、七%とか八%くらいのところですね。でも、こういうことを踏まえて、ROEは非常に落ちている。回帰直線を引いてみると、右下がりのトレンドとなっており、全体として見ると下がっているように見えます。しかし、八〇年代の後半から九〇年代を除いてみますと、ほぼ横ばいなんです。それが、最近になって急速に落ちてきている。というのは、これが最近のROEの低下、株主資本利益率が下がっているんだということ、警告が発せられている一つの理由だということになります。

グラフ2「全企業のROA・ROE・レバレッジ」を見て下さい。

ROEに影響する要因というのは、財務データの上では三つあります。一つはROAで、これは企業の資本全体、すなわち、自己資本と負債を含めて全体でどれくらいの利益を上げているかとい

うものです。

もう一つは、利子負担率の水準です。ここで利子負担率というのは、企業は、金融機関から借入れたら社債を発行したりしているほか、買入れ債務というようないわゆる企業間信用などもあって、利息を払わない負債もあるわけですが、ここでは企業が支払った利息を負債全体で割ったものの、平均の金利みたいなもので、実際の金利よりも低目に出ています。

もう一つ、企業のROEに影響を及ぼす要因が、V字型の線で表わされている自己資本比率の動きです。ご存じのように、日本の自己資本比率というのは、全産業で見ますと、朝鮮動乱の後の資産再評価が行われたころ、昭和三〇年前後ですが、そのころが一番自己資本比率が高かったのですが、それがどんどん下がってきまして、大体第一次石油危機があるころまで一貫して下げ続けて

きます。そしてその後、大体一九七五年くらいを底にだんだん上がり、その後急上昇してきております。

ROEとROAの関係を見ましたときに、自己資本と負債を使ってこれだけのROAという利益率を上げているわけですが、利子負担率としてはそれ以下しか上がっていないわけですから、ROAと利子負担率の差であるこの利ざやの部分が株主の取り分になるわけでして、結局負債をたくさん使えば使うほど利ざやが稼げるわけですから、ROEが高くなるということですね。ですから、ROAの水準に比べると、ROEは上の方にあります。上にあるということは、資本全体の利益率よりも自己資本の利益率がずっと高いことを意味しています。

もう一つ、ROEの動きを見ていただきますと、ROAと実はパラレルに動いています。ただ、

動きは大きくなっています。つまり、ROAと一緒にROEは動くのですけれども、その動きが大きくなっていることになるわけです。この動きが大きいということを、ファイナンスでは「リスクが大きい」と呼んでいます。変動のリスクが大きいということですね。この変動のリスクの部分を「ビジネスリスク」と呼んでいるわけです。結局もともと企業が資本を使ってROAという利益率を稼いでいるわけですが、一部は負債を使って利ざや稼ぎをしているために、ROEはROAよりもはるかに高い水準になっているというわけです。そのかわり、変動も大きくなってリスクも大きくなる。つまり、負債を使うことによって、企業のROEというのはROAよりもハイリスク・ハイリターンになっているということなんです。このことを「レバレッジ効果」と一般に呼んでいるわけです。そういうことで、ROEとい

うのは、ROAとか利子負担率、自己資本比率に影響されているということです。

後で見ますが、ROAというのは、長い目で見ると低下傾向にあるわけです。ところが、ROEは、七〇年代初めまでは多少上向きくらいの加減なんです。なぜ上向き加減かといいますと、自己資本比率がどんどん下がってきている、すなわち、負債がどんどんふえているわけですから、利ざや稼ぎがうまくいくと、ROEが高まってくるということです。ですから、ROAは低下傾向にあるのですけれども、むしろROEは七〇年代初めまで上がっているのです。その後だんだんと、今度は自己資本比率が上がってきますので、レバレッジ効果が小さくなり、ROEが低下傾向になります。

ですから、ここではちょっと変動が大きくて見にくいのですが、大ざっぱにいきますと、八〇年

ころまでは、ROAが低下傾向にあるにもかかわらず、自己資本比率が下がり、負債をたくさん使う、そうすると、レバレッジ効果が出てくるということ、ROEにはそういう低下傾向があらわれてこない。逆に八〇年代以降になりますと、ROAも少し下がっていますけれども、ROEの下がり方が非常に急に見えるわけです。これは自己資本比率が上がり、負債を余り使わなくなっているからだということです。

ですから、ROEで見ていると、他が一定でもレバレッジの影響を受けますので、ROEで企業の収益性を論ずるのは非常に誤解を招きやすいことですね。注意しなければいけないということです。基本的にはROAというもので見るのが適当だということです。そういうことで、ここではROAの動きをこれから分析していきたいと思えます。

三、ROAの低下は長期的なもの——持合いによるものではない

先ほどお話ししましたように、最近企業の収益性が下がっているということについて、一つの議論は、八〇年代後半、特に銀行がBIS規制を満たすために自己資本の調達をした、エクイティ・ファイナンスを行った、そのときに、いろんな会社を持合いをしてもらったこともあって、八〇年代の後半、特に持合いがふえるわけですけれども、そういう持合いのせいで企業の収益性が下がっているんじゃないかという議論があるわけです。

そこで、では持合いの部分を除いたらどうなるんだろうか。これはいろんなところで皆さんやっ

ているのですけれども、そういうことを私もやってみました。ただし、持合いというのは、バランスシートの上では持合いの部分がどれくらいあるかということは分かるのですが、持合いからどれくらいの配当が入っているかというのは、我々が外から見ている限りでは、財務データが得られないのです。企業が持っている株式は、持合いだけではなくて、短期の投資として持っている有価証券もあるわけですから、そこで持っている株から入ってくる配当も、持合いから入ってくる配当も一緒になっています。それから、関係会社にも融資なんかもしているわけですが、そういう融資から入ってくる利息も、企業が銀行に預けている預金等から入ってくる金利も一緒になっていますので、実は持合いの影響だけを取り除くことはできないわけです。

そこで、普通に計算されてくる企業のROA

と、金融資産を除いたところで計算した修正ROAとを比較したのがグラフ3です。確かにそういう金融資産を除いてみると、収益率は上がります。ですから、金融資産があるために、企業全体の収益性は下がっているように見えるということです。

ここで一つ注意しなければいけないのは、企業がずっと株を持ち続けているときに、株式投資の収益は配当しか見てないということです。実際には株価の上昇によるキャピタルゲインがあるわけですが、今の会計制度のもとでは、原則として簿価主義で、時価評価しませんので、キャピタルゲインの分が入ってこないということです。ですから、金融資産の収益率が過小評価されることになるということもあるのですけれども、そういうこともあって、金融資産を除いた企業の実物だけの収益率を見えますと、その方が高く

なっているということです。確かに企業の収益性というのは、金融資産を持つていることによって、見たところ下がっているということがいえるわけです。

しかし、修正ROAも、長期的に見れば低下傾向にあるわけです。ですから、最近特に収益性が下がっているのは、八〇年代の後半に持合いをたぐさんやったからじゃないということです。そのせいにはできないということです。むしろ企業の収益性のあり方は、もっと長期的なトレンドだというふうに見なければいけないということです。ですから、八〇年代の後半に、皆さん、バブルだということ、そのせいにして溜飲を下げていたとか、人のせいにしてるわけですけれども、そういう問題じゃないんだということです。ちなみに、そのバックデータとしまして、金融資産の利回りがどれくらいかということを見ても

ますと（グラフ4）、八〇年ころまでは、大体五%台か六%台を前後していたわけですが、八〇年代になりますと急速に下がってきます。これは八〇年代を通してずっと金利が下がったということの意味しているんだと思いますけれども、それが五%前後で、それに対して修正ROAは七、八%ありますから、金融資産を含めればROAが当然下がってしまうということで、金融資産の収益率、利回りが低いために、今いったようにROAは下がってくるということです。

また、バランスシートの固定資産の方にある投資、すなわち、持合いの部分であるとか、あるいは関係会社に対する貸付けとか、いわゆる長期的な金融資産が総資産の中でどのくらいの割合かといえますと（グラフ5）、大体六〇年ころに八%くらいだったものが、九二年には一六%と倍くらいの規模になっている。特に八〇年代の後半から

九〇年代に入って、急速に金融資産がふえております。当然、広くいわれていますように、短期的な投資の有価証券等もふえているということです。利回りの低いものがどんどんふえてきたということ、企業の見かけ上のROAを下げてきたということになるわけです。

金融資産を除いた修正ROAに、一応帰帰直線を当てはめてみます（グラフ6）。すると右下がりの直線になり、一年間で平均〇・〇六七%収益率が下がっているということになります。ですから、一〇年間で〇・六七、二〇年間で一・三%くらい、非常にゆっくりですが、収益率は低下傾向にあるということです。決定係数が四〇%ということですから、下降トレンドというのはかなり確かなものだ、統計的に見て有意だということがいえます。

ここでわき道にそれますが、金融資産を

持つことの影響がちょっとわかるのです。一〇〇

〇社以上の企業のそれぞれのROAを毎年計算しておりますが、これからROAがどういう分布をしているかというのを描くことができるわけです。それによると正規分布に近い分布が得られます。その標準偏差(σ)と各社のROAの単純平均を併せ描いたものがこのグラフ7です。低下傾向にあることは変わらないのですけれども、この形自体は、今まで見たROAとはちょっと違います。なぜかといいますと、今までのROAはすべての会社の財務諸表を合計してそこから計算したものですけれども、ここでは各社のROAを計算してその平均をとっているということです。

それに対して、修正ROAから同じようにグラフを描いてみました(グラフ8)。金融資産の影響を除くと収益率は高くなるのですが、ワンシグマの幅は、金融資産を除いた修正ROAの方が大きい

いのですね。ということは、金融資産を含めて収益率を計算し、各企業の間で収益率がどんなふうに分布をしているかというのを見ると、各企業が持っている金融資産を除いて収益率の分散を見るとときには、金融資産を除いたときの方がばらつきが大きい、分散が大きいということです。つまり、企業間格差が大きいということです。金融資産を持つことによって、特に株式持合いをすることによって、企業間の利益の平準化が行われるということがいわれているのですけれども、そういうことが確かめられるということです。持合いも含めて金融資産を持つことによって、企業の収益性の格差が縮められているということがわかります。ちょっと余分なことですが、そういうことが出てきました。

四、修正ROAの低下と外部的

要因

そういうことで、金融資産を除いた修正ROA自体が下がっているということは、今お話ししたように事実ですけれども、ROAが下がっているのが悪いことかどうかということが問題になるわけです。一般に企業は資本を調達してそれを使ってビジネスをやるわけですけれども、資本には当然コストがかかります。したがって、もし資本コストが下がれば、企業は収益性の低い投資をやってもペイするわけですから、だんだん資本コストが下がって、収益性の低い投資をやるようになれば、全体としての収益性は下がってくる可能性があるわけですね。ですから、企業の収益性が下がったからといって、一概に悪いとはいえない。

資本コストが下がっているかどうかにもよるというわけですね。そういうことで、資本コストの環境を最初に見てみます。

資本コストというのは一般にどういうふうに決まるかといいますと、一つは利子率がどれくらいの水準か。それから、企業が行うビジネスリスクがどれくらいか。ですから、企業に資本を提供している株主とか債権者が、おたくに資金を提供する以上は何%くらいのリターンが欲しいというふうにいうわけです。実はそれが資本コストになるのですが、そのときに、当然リスクが大きければ高いリターンを要求しますし、リスクが小さければ低い利回りでいいですよということになるわけです。資本コストは、金利プラスリスクプレミアムで決まってきます。

そういうことで、まず利子率の動きを見てみます。利子率といっても、ここでは市場の金利では

なくて、企業の利子負担率で見えますけれども、再びグラフ6に戻りまして、修正ROAと利子負担率、どちらもほとんどパラレルに減少しております。

ただ、よく見てみますと、修正ROAの方の下がり方がマイナス〇・〇六七一、先ほどのようなように一年間で〇・〇六%下がっている。それに対して利子率の方は、マイナス〇・〇五一七ですから、利子率の下がり方がちょっと小さいのですね。ですから、ROAの下がり方が急だということはいえるのです。けれども、企業の負担している金利も全体として下がっているわけで、ROAが下がっているのはそういうことを反映して下がっている可能性があるということです。ですから、一概にROAが下がって困ったことだとはいえないということです。

もう一つの資本コストを決めている要因ですけ

れども、それはリスクです。実はこのリスクというのはいろいろ出てくる。企業活動にも出てきますし、株式投資にも出てきますが、これが一番扱いにくいものですね。どうやってリスクをはかるかということです。

その決定的な解決策というのはないのですけれども、ここでは一〇年間ずつのROAの標準偏差の移動平均をとってみました(グラフ9)。いってみれば経営者はその標準偏差からリスクが大きくなったとか小さくなったとか、非常に単純なモデルになりますけれども、そういうふうな仮に判断していると見えます。そうしますと、かなり大きく動いているのですね。非常に大きく動いている、一概にトレンドといえないのですけれども、あえて回帰直線を引きますと、右上がりの直線が引けます。

ですから、ROAの標準偏差をとってみると、

トレンド的には増加傾向にあるように見えますけれども、実は決定係数も〇・〇四七八ということとで、統計的に見てほとんど有意じゃなくて、上昇傾向は実際見られない。むしろ横ばいと見た方がいいわけですね。ですから、リスクをこういう見方でする限り、企業のリスク、つまり企業の総資本利益率の変動は特に大きくなっているようには見えないということですね。

そうしますと、資本コストを構成している二つの要因、利子率とリスクのうち、リスクについては、特に大きな上昇傾向は見られないということです。そうすると、金利が下がっている分だけ資本コストが下がっている可能性があるということとです。そういうふうに見たときに、資本コストも下がっているのです、ROAが下がっているからといって、ただ一概に困ったことが起こっているということとはできないということです。もちろん、

今非常に大ざっぱな議論をしていますから、もっと厳密にやらなければいけないわけですから、ただ単にROAが下がったということで大騒ぎするのは正しくないということを申し上げたかったということです。

そういうことで、今は全体としての動きを見たわけで、要するに、金利の動きとか、全産業でのリスクの動きを見たわけですが、今度も、今度はもう少し企業の内部的要因に立ち入って、企業の中でどういう変化が起こったかを見てみようというわけです。

五、修正ROAの低下と内部的要因

よくいわれますように、企業のROAは、二つの部分に分解されます。財務分析の基本ですから

ども、 $ROA \parallel \text{売上高営業利益率} \times \text{総資本回転率}$ です。総資本を使ってどのくらい売上高を上げているかということです、まずこの二つの部分に分解して考えてみようということです。

総資本回転率というのは、売上高を総資本で割るわけですが、資本が何回転して売上高になっているかという考え方です。それに対して、その売上高の中でどれだけ営業利益があるかというのが売上高営業利益率になります。これを掛けたものが ROA に等しくなっているということです。

グラフ10の「資本回転率の推移」をご覧ください。まず、総資本回転率の動きですが、金融資産を含めたところの総資本回転率は、大体一前後ですが、八〇年ころにかけて趨勢的にはずっと上がってきています。回転率は、総資本でどのくらいの売上高をつくれるかということをあらわして

いるわけですから、資本効率をあらわすもので、効率はだんだん上がってきているわけです。

ところが、八〇年代に入りますと横ばいになりまして、八〇年代の半ば以降は低下しています。ですから、資本が十分に売上高を生んでいない、そういう意味で、資本の効率が下がってきているということです。

ところが、先ほどお話ししましたように、ここには金融資産が入っているわけです。金融資産というのは直接売上高には関係ありません。ですから、この回転率を出すためには、金融資産を除いたもので見た方がいいということで、金融資産を除いた総資本で回転率を計算しますと、似たような動きになるのですが、総資本の規模が小さくなりますから、回転率は上がってきます。

大体似た動きですが、八〇年代後半が少し違いました、金融資産を除く資本回転率は、ほ

ば横ばいで、九〇年代に入ってから急速に下がってきている。しかし、金融資産を入れると、すでに八〇年代半ばぐらいからどんどん下がっているのです。

つまり、八〇年代後半は、製品の売上高に結びつかない金融資産がふえたために、見かけ上の総資本回転率が下がったということです。実際の回転率はそれほど下がっているわけではないことを意味しています。しかし、九〇年代に入りますと、急速に売上げが鈍ってきますから、実際の回転率も下がっています。そういう意味でいいますと、資本の効率は八〇年ころまでずっと上がってきて、八〇年代もほぼ横ばいで、九〇年代になって急速に下がっているといえるわけです。それがまず一つの要因です。

今度は、その回転率に対して、売上高営業利益率の方を考えてみますと（グラフ11）、実はこれが

急速に下がっていることです。売上高営業利益率は、一九六〇年代は八%ぐらいだったので、九二年には三%弱ぐらいになっていて、急速に下がってきている。ですから、資本の効率は、すなわち回転率はどんどん上がってきているわけですけれども、営業利益率がどんどん下がってきています。

では、なぜこれが下がってきたかということですが、今ここに売上総利益があります。売上総利益というのは、売上高の中から売上原価を引いたものです。ですから、商品を売ったときに、価格から商品の原価を引いたものが売上総利益で、いわゆる粗利益というものですけれども、それが確かに六〇年代から七〇年代にかけて急速に落ちてきます。

そういう意味でいいますと、売上総利益率が落ちてきたということは、売上原価が上がってきた

ということになります。しかし、その後七〇年代の半ば、石油危機の後から売上総利益率は徐々に上がってきております。そして、特に最近を見てみますと、売上総利益率は上がっているにもかかわらず、営業利益率が下がっているということが起こっているわけです。

そうすると、では営業利益率が下がっている原因は何かといいますと、そういう製品をつくるコストの点での効率が悪くなったということではありません。売上総利益の中から販売費とか一般管理費を引いた残りが営業利益になるわけですから、販売費とか一般管理費のところに何か要因があるのではないかということになるわけです。

そういうことで、売上高の中に占める販売費と一般管理費の割合をみますと、七〇年代の第一次石油危機ぐらいまでは、ほぼきれいに横ばいです。しかし、石油危機を契機にぐっと下がって

います。これは石油危機でコスト削減やなにかをしなければいけないということで、この辺を減らしたということです。

ところが、その後、大きな波がありますけれども、トレンド的にはかなり上昇してきております。ここに販売費とか一般管理費の上昇がある。

販売費というのは、製品を売るためのプロモーション等のコストだからいいのですけれども、一般管理費という、いわゆるオーバーヘッド、本社の部門でのコストが大幅にふえているところに問題があるのではないかということになるわけです。

そこで、まず、製造原価中の労務費と減価償却費の売上高比率を見てみましょう（グラフ12、13、14）。必ずしも売上原価に対応はしないのですけれども、製品の製造原価で見たときに、製造原価の中には労務費と減価償却費がある。経済学的に

いえば、資本と労働が付加価値を生み出すことになるわけで、その資本の部分と労働の部分のコストがどのように動いているかということを見ても、製造原価の中で、労務費は、傾向的に見ると、ほぼ低下傾向にある。つまり、人にかかるコストは少なくなっているということです。減価償却も多少減っています。

そういう意味で、全体としてはほぼ低下傾向にあります。ただ、最近、八〇年代後半以降横ばいという感じがすけれども、全体として見ると低下傾向です。ですから、製造原価の中では、人の部分とか減価償却費というところは低くなっているわけで、むしろ製造面での生産効率はよくなっているということが見られるわけです。

ところが、今度は、売上高の中で、人件費とか減価償却費全体を見てみましょう（グラフ15）。これは私がへまをしまして、もとのデータを壊して

しまったので、間に合わなかったものですから、このデータだけは違うところから一時的に借りてきたものです。日銀の「主要企業経営分析」からのデータですが、これは売上高の中で、人件費と減価償却費が全体としてどれくらいのウェイトを占めているかということです。ですから、これは今見ました製造原価の中の労務費とか減価償却費も含んでいます。販売費と一般管理費の中のデータだけとってくるができなかったので、このような形になってしまったのです。

これで見えますと、八〇年代以降かなり高くなっています。七十六年、七十七年、七十八年というあたりの七〇年代の後半、第一次石油危機の後売上高が非常に下がったとき、高めに出ていますけれども、トレンド的に見ると、全体としては八〇年代以降がもっと顕著に高くなっています。

つまり、製造原価の中に占める労務費とか減価

償却費は、むしろ全体としては低下傾向にあるにもかかわらず、企業全体としての人件費とか減価償却費は上昇きみだったということです。それは何を意味しているかといいますと、販売費とか一般管理費の中での人件費とか減価償却費が大幅にふえており、無駄が蓄積しているということになります。ですから、その辺が、管理部門が肥大化しているのではないかということを、私はほかのところでも書いていたりしているわけです。

そういうことで、今、売上高と販管費中の人件費の伸率の推移（一九六〇—一）を見てみましょう（グラフ16）。実線部分が人件費の伸びです。ただし、これは販売費とか一般管理費における人件費の伸びですから、製造部門を除いておりまして、そういうオーバーヘッドの部分、間接部門だけの人件費の伸びです。それに対して、点線が売上高の伸びです。真ん中にある鎖線が、販売費と

一般管理費全体の伸び率です。

これは一九六〇年を一としたときに、対数で表わしてどういうふうになっているかを見たものです。グラフの上の方は自動車会社のことを書いてあるのですが、今は全産業（平均）で見ますと、売上高の伸びの方が、常に人件費の伸びを下回っているということです。ということは、まさに間接部門の人のふえ方、あるいは人件費のふえ方が売上高以上にふえているということです。そういうことで、人の面で余分な人を抱えているのではないかということが推論できるわけです。

同じように、販管費も売上高よりふえているわけです。つまり、売上げの伸び以上に、間接部門で余分なコストが生じている。それが企業のROAが下がっている一つの原因だということになるわけです。そういうことで、結局、人とか減価償却という販売費、一般管理費の間接部門での

コストの増大が、企業の収益性を圧迫してきたのではないかというのが一つの結論です。

そして、表にはございませんが、業種別にROAの推移をみますと、どの業種をとってみても一貫して下がっているということが言えます。ですから、ROAの低下というのは全体的な傾向です。なぜ全体の中で下がっているかというのは、今いいましたように、人件費の伸びが大きな問題ではないかということです。

なお、六〇年以降データの継続性のある企業（六四〇社）の中から、この間の売上高の伸び率が平均以上でかつ九二年のROAが平均以上である企業で、かつ人件費の伸びが売上高の伸び以下である企業を抽出してみると、そういう会社が六八社あります。それがどういう会社かということになるのですが、いろいろな会社があります。そのうちのある程度の部分は、日ごろ新聞や経済雑誌

を見ると、堅実な経営をやっているといわれているところが割とあるのです。ですから、今そういうところで人件費を抑えているところが、比較的良好な収益性を上げているのではないかとということとです。

六、むすび

そのような結論が出てきたわけですけれども、これに対して、最初に、私がきょうお話しすることの問題意識の一つは、最近企業が人減らしをしているけれども、それがどういう意味を持っているかということになるわけです。そういう観点からいいますと、今ここで、要するに企業は人を抱え過ぎているというわけですから、人を減らすというのは、販管費の間接部門の費用を減らしている。そういう意味でいえば、さすが企業はそれぞ

れちゃんと見るところは見ている、どこにむだがあるかをちゃんとわかって、そこをカットしているというふうに見ることが出来るわけです。

しかし、もう一方で、実はこの分析をやっているときに、人間でいいますと肥満ですね、私も最近だんだん太ってきて、ズボンが入らなくて困っているのですけれども、そういうこともあって、肥満度に関心がありまして、企業の肥満度をはかってみようという議論をしたのです。今のように入件費の伸びが売上高より伸びているところは、やはり肥満きみではないかということで、人件費の伸びが多いところは肥満体であって、いろいろ不都合なことが出てくるのではないかということをチェックしてみたのです。

ところが、なかなか出てこないのです。逆に人件費が伸びているところは、この期間全体を通して見ますと、むしろ優良企業なんです。ですから、

収益性のいいところが、むしろ余分な人件費を使ったり、余分な本社部門の投資をして、減価償却費とか人件費を増加させているということです。

そういう観点からいいますと、経営学の方で、オーガニゼーショナル・スラックという言葉があるのです。オーガニゼーショナルということは、「組織の」という意味です。スラックというのは、我々がズボンをはいたときに、ゆったりしたズボンのことをスラックスというわけですけれども、ゆとりのこと、余っている部分のことをスラックといいます。

経営学がいうことには、企業は一般に業績がいいときには、むだな費用を使って、利益を上げ過ぎないようにしている。業績が悪くなると、そういう予算をカットして、業績を出しているのだというわけです。そういう意味でいいますと、一見

むだ遣いのようですけれども、別の言い方をすればゆとりである、それはいざというときのための蓄えと見ることもできるわけです。

ですから、太っている人も、飢餓の時代が来れば、自分のおなかをスリムにしながら生き延びられるということになるのかどうか知りません。そんな時代が来たら困ると思いますが、それがオーガニゼーショナル・スラックの考え方です。そういうことで、企業の肥満度という尺度をつくらうと思ったけれども、とうとううまくいかなかった。つまり、この限りでは、肥満はちっとも悪いことではないという結論が出たということです。

そういう意味で見ますと、今の経営者の人件費を減らしているというやり方は、まさにオーガニゼーショナル・スラックを使って、業績がいいときにそういう形でいっぱい従業員を雇っていて、今になってそれをカットして業績を回復させるん

だという意味でいえば、経営者としてはごく自然のことをやっているように見えるわけです。

しかし、これから先は私の全く個人的な意見ですけれども、今まで日本の企業のいいところは、そこにも書いておきましたが、やはり終身雇用ということ、従業員が安心してその会社で働けるというのが非常に大きな要因だったわけで、そのところから企業全体として協力的な体制ができてくる。その辺が、アメリカのように株主中心で、株主の利益を最大化するということで企業を経営しているために、株主に負けてなるものかということ、従業員とかほかの企業の利害関係者が、おれもおれもと、いわゆるミー・ファーストということ、自分の権利を主張して企業全体がガサガサしてくる、とげとげしくなってくるものが起こりがちですけれども、日本はそれがなかったところがいいところなんです。

したがって、そういう観点からいいますと、今のように人を切ることによって、今までの労働慣行を変えているとか、革新的なことをやっているといっていますけれども、本当にいいことかどうかと思うわけです。

むしろ、今のように価格破壊とかいろいろなことが起こって、これから新しい動きが出てくる。途上国やなにかがどんどん追いつこうとしているところで、日本がやらなければならないことは、今までの産業の上に乗っているのではなくて、もっと新しいことをつくり出して、世界をリードできるような製品やなにかをつくっていかなければいけないときなので、人を切るよりも、そういう人たちを、これから企業が伸びる分野をつくり出すようなところにもっと向ける。つまり、首を切るよりも、そういう人たちを活用することを考えるのが、私は本来の経営者ではないかと思うの

です。

もちろん、これは大変難しいことで、ないものねだりかもしれないのですけれども、むしろ人を切るのではなくて、そういう人たちを活用することこそ、真の経営者がすることではないかということです。今お話しましたように、オーガニゼーションナル・スラックということであれば、経営者はそれなりに合理的なことをやっているのですけれども、それがアメリカなんかにはない日本の今までのいいやり方を壊している可能性があることも見なければいけないのではないかと考えているわけです。

そんなようなことで、一応私が用意してきたプレゼンテーションは終わりまして、あと一五分ほどありますので、皆さんのご意見を伺えればと思っています。どうぞ遠慮なくご質問とかご意見を出していただきたいと思います。

質疑 応 答

小山理事長 何かご質問はありませんか。自分が知りたいことは、皆さんも知りたいことですので、どうぞ恥ずかしがらないで聞いていただければと思います。

問 これまでのお話を聞かせていただきますと、二つほど問題点があると思うのです。

一つは、これまで一般的に広がっていたROEの分析には、私どもはいつも苦慮するのですけれども、ファイナンスのレバレッジの問題ですが、今のお話を聞かせていただきますと、そこら辺の評価というのは、資本構成の問題は、いいときも悪いときも、やはりレバレッジが働いているという事で、それを無視するという形で、むしろROAの方を使ったらいいのではないかとおっ

しゃられていますね。

もう一つ、コストカッティングの方、コスト削減ですが、これまで特に去年当たりの株式市場などを見てもそうですね、売り上げの伸びが見込めない段階では、リストラ、リエンジニアリングというところからかなり評価されたのです。そうしますと、結論としましては、コストを削るよりも、やはり売上げの方で伸ばすものを選ぶ企業が優良な会社ということになるのでしょうか。

答 そうではないかと私は思うのです。難しいことだとは思いますが、首を切るのは、もちろん今までの慣行からすれば、大変決断が要ると思うのですけれども、そこで一度謝れば済むわけですから、簡単なことです。でも、そういう人たちがちゃんと抱えながら、もっと新しい売上げに結びつくような事業を開発するというのが、や

はり本当の経営者がやってくださることなのではないかなというのが私の期待なんです。

最初のレバレッジの点は、やはりROEで見るといのは非常にミスリーディングで、私はやめた方がいいのではないかと思うのです。ただ、証券界としては、この間、配当性向重視とか、株主資本利益率ということによって、意地悪くいえば、株主を大事にしていますよということを世間に示したいということがあって、そういう名前を使っている。しかも、今まで自己資本利益率といていたのを、あえて株主資本利益率などといいかえているだけで、そんなことはむだなことなのではないかというのが私の正直な気持ちです。

むしろ自己資本利益率という方が、会社は株主のものだというのがはっきりしていいと思うのです。株主資本利益率ということによって、株主を外に置いてしまっていると思うのです。むしろ今

の証券界の一つの論調は、株主中心のコーポレート・ガバナンスをつくらうということですが、それも、そういうことをいおうとしているのは、実は株主資本利益率という形で株主を外に置く効果の方が強いのではないかというのが私の心配です。

それから、株主中心のコーポレート・ガバナンスということですが、ちょっと話がそれますけれども、もちろん個々の企業についてはいろいろあると思いますけれども、全体としては、アメリカがいゆる株式会社制度に基本的に忠実な形で、株主中心のコーポレート・ガバナンスをつくっているといわれているのです。それがいかにもアメリカの五〇年、一〇〇年前からそういうふうになってきたかどうかということですが、その辺はなかなか難しい問題で、比較的最近のことではないかと私は思っているのです。

それはどのくらい最近かといいますと、一九六

○年代はアメリカの「ゴールデン・シックスティーズ」といわれた時代ですけれども、そこでアメリカ経済が大変繁栄しまして、お金が余って、そこからファイナンスの時代が始まります。

ですから、アメリカのファイナンスの時代は一九六〇年代に始まるのですけれども、そのころから株式市場の機関化やなかが始まりまして、機関投資家が主要な株主になってくる。それとともに、株主中心の経営が確立してきたのだろうと私は思うのです。

そういう意味でいいますと、株主、株主ということで、私はある意味では非常にギスギスした世界だと思うのですけれども、そういうふうになったのは、アメリカでもほんの最近のことで、ここ三〇年ぐらいのことではないでしょうか。今やはりアメリカでも、そういうことでは企業はうまくいかない、企業というのはいろいろな人の協力で

成り立っているもので、みんなの利害を調整するのが大事だという風潮がアメリカでも出てきているわけです。ですから、むしろアメリカでは、日本的なやり方を学ぼうという色彩が強くなっているわけですが、逆に日本では、証券界を中心に、もっと株主中心の世界をつくっていかうではないかということをやっているわけです。

もちろんアメリカと日本では、アメリカの一九六〇年代に相当するのが日本の八〇年代だと私は思っているのですが、ちょうど二〇年間のギャップがあるので、そこから多少アメリカ的な株主中心主義がこれから強まっていくのはしょうがないかなという気はしますけれども、ただ単にアメリカがそうだからとか、株式会社の制度がこうだから、株主中心でいかなければいけないということはないのではないか。やはりみんなの協力で成り立っている企業は、そういう視点が大事ではない

かというのが私の印象です。

余分なことがちょっと長くなりました。ほかにご意見がありましたらどうぞ。

問 十何年前に株主資本という言葉を使うことをいった一人として、ほかの聴衆の方も誤解されるとかめと思うので申し上げるのですが、自己資本でもいいし、株主資本でもいいし、要は、借入れ資本と、借り入れでなくてリスクをしょっている資本があつて、それで会社が動いているにもかかわらず、株主の持ち分が、俗にいう払込み資本金とか、払込みはまだいいのですけれども、額面掛ける発行済株数であらわされている資本金だけが株主のもので、それ以外の内部蓄積なり、あるいは払い込んでもらったけれども、資本準備金というふうになっているものは、会社のものだ。株主の方には、額面に対して一割でも払っておけば、それで預金よりいいではないか。

これは明治以来額面ですつと来ていたのが、あの辺で変わってききましたもので、それはそうではないのですよ、株主資本というのは、株主の持ち分に属するのはこれだけあるのですよ、そういうことがいいかったというのが最大の理由であることは、先生もご存じのとおりだと思います。

特に株主資本ということをもって宣伝をしたというのは、株主をよそ者にするのではなくて、むしろ自己だ、我々と一緒にというか、株主は会社と一体になって、それをしょっているのだ、自分の貯蓄というか、資産を投じている人なんだ、だから、時価発行で得た額面を超過するものは、ただの金だとか、安いコストの金だとか思つてもらつては困る、それで商法改正なんかもしたというのが当時の真意でありまして、商売道具に使うという意思是毛頭なかった。

答 そういう経緯であることはよく存じ上げてお

ります。最近の使い方はそういう精神がちょっと失われているのではないかなということを申し上げたのですけれども、失礼に聞こえた点はお許しただきたいと思います。

問 そうじゃなくて、やはり大学の先生ということ権威があるから、もしみんながそう思ってしまうと困る。(笑)

答 本人はそう思っていないものですから、ついいい過ぎたりするもので、どうも申しわけありませんでした。

問 今のお話の中で、ROAもROEも営業利益でとっておられるわけですね。これを連結でやってみられたことはございませんか。

答 それをやリたかったのですけれども、まだやっていないのです。でも、今やっている途中です。やはり連結で見なければいけないと思います。

問 どうも最近、連結で見ると、ちょっと違ってきているのではないかという感じがするのです。

答 大変重要なポイントだと思えますので、それはぜひやりたいと思います。どうもありがとうございます。

連結ということでも申し上げますと、日本の会社は、松下でも日立でも大きなグループを持っているわけですが、親会社というのは、いつてみれば看板で、看板だけ非常にきれいにしている、全体を含めると、随分様子が変わるといいうのは確かにあることで、これは本当に注意しなければいけないことだろうと思っています。ただ、そういうのはまだちゃんと集計していませんので、これからちゃんと整理するようにしたいと思います。どうもありがとうございます。

問 肥満度の定義をちょっと教えていただけませんか。

答 途中の話なので余りしたくないのですけれども、人件費の伸びと売上高の伸びの比率とか、役員一人に対して従業員が何人いるかとか、組織のピラミッドがどのくらい多層化しているかということを見ようと思っっているのです。あと、減価償却資産の平均寿命とか、あるいは逆にいえば、償却期間のようなものを総合して肥満度をあらわすような指標ができないかと思って随分やったのですけれども、とうとうこれはというのは出てこないのです。

内輪の話で、だめだったという失敗談ですのうで、余りいいたくないのです。それに、企業の肥満度などというと、一般受けしてすぐよさそうですけれども、そういうアナロジーはすぐ危険だなと思いました。そんなことで企業を見たらいいのではないのか。ですから、むしろ今は余りそういうことはやらない方がいいのではないかと

と、自分に対して反省しているところです。そんなに簡単にアナロジーは成り立たない。

なぜかといううと、人間だって少々太っていても、それだけでいけないということはないわけです。太っている人の方が陽気で、かえって長生きするということもあります。ですから、太っていたりやせたりするというのは、大して本質的な問題ではないということもあり得るわけです。太り過ぎだというと問題かもしれませんが、余りそういう単純なアナロジーで何か物事を見てはいけないなというふうに今思っています。

問 それからもう一点、最後の六八社は、人件費の伸び率が低かったということですが、そこもROAが高かったのですか。

答 これはそこに書いてありますけれども、一九九二年ですから、単年度しかとってないのです。が、九二年のROAが平均以上である企業です。

ですから、ROAでいえば、いい方の企業ということですよ。これも一時点だけですから、もっとちゃんとやらなければいけないと思っています。

ただ、これは共同研究で、私は個々の企業の名前には余り興味がないのですけれども、共同研究者がそちらの方に興味を持っています、こういうソーティングをしたのです。皆さんも、私の話がつまらないといったときに、個々の会社の名前が出ていた方がおもしろいのではないかと思つて、そのヘッジのためにこれをつけてきたもので、余り見やすい図でもないのですけれども、そういう意味だと思つてください。

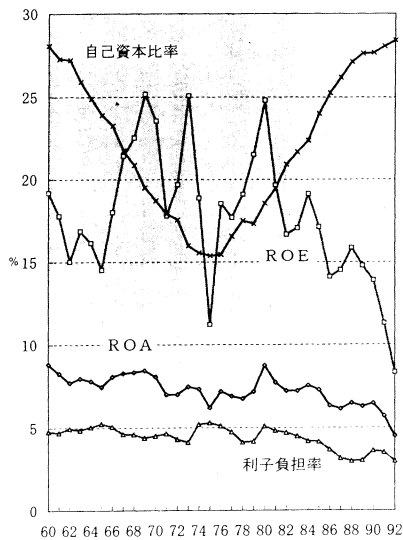
小山理事長 よろしいでしょうか。

それでは、大体時間になりましたので、これで本日の講演会を終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございます。（拍手）

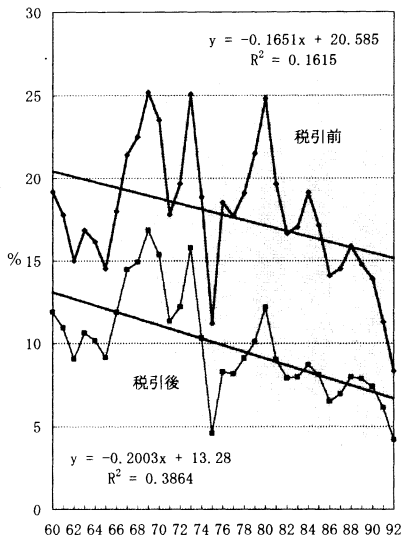
（わかすぎ たかあき・東京大学教授）

（本稿は、平成六年一月三〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

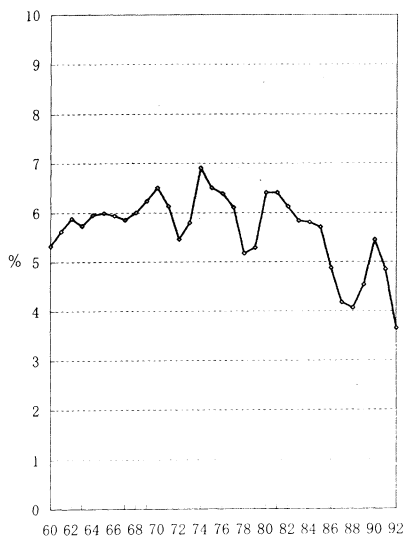
2 全企業のROA・ROE・レバレッジ



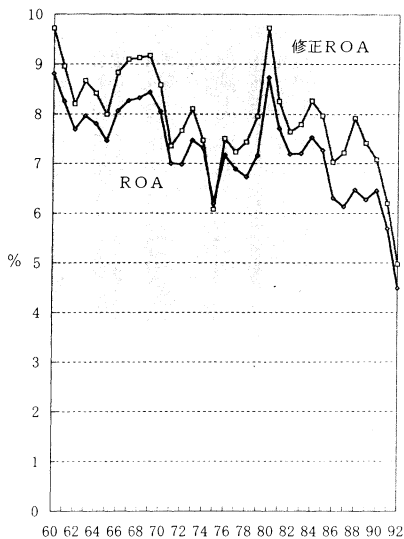
1 全産業のROEの推移



4 金融資産利回り

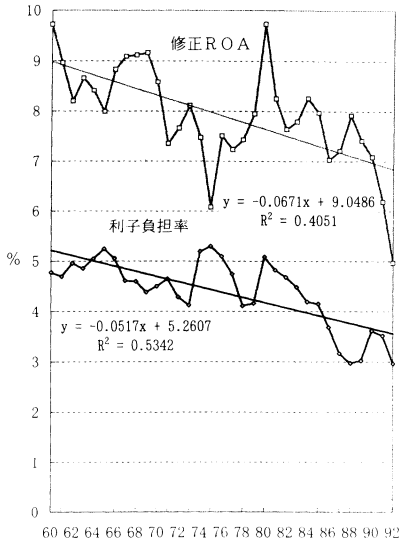


3 ROAと修正ROA

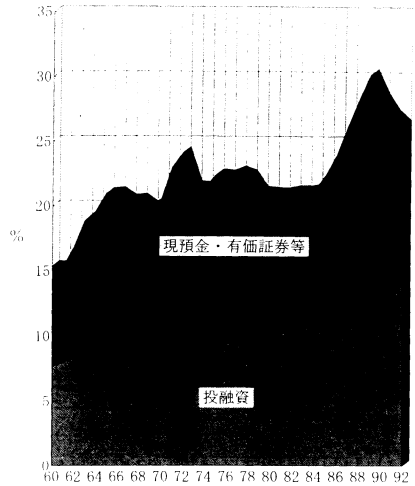


日本企業の収益性——ROA・ROE・レバレッジ

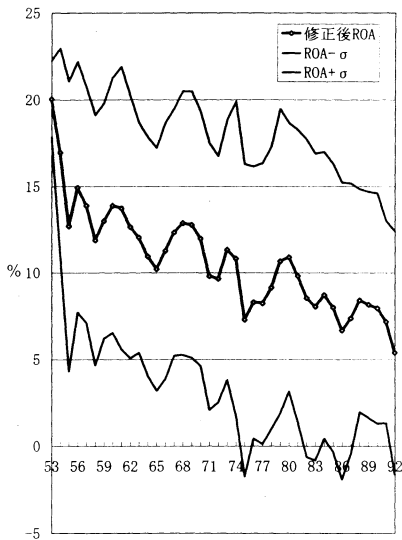
6 修正ROAと利子負担率



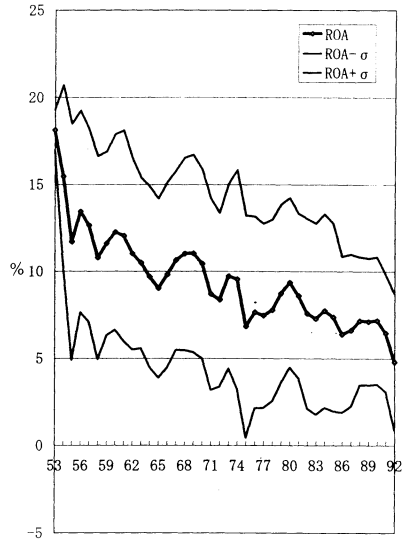
5 金融資産対総資産比率



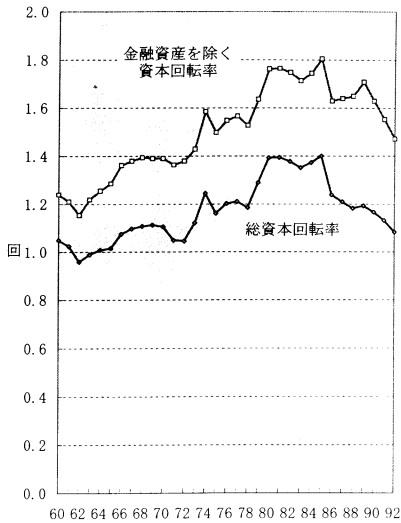
8 修正後ROAの分布の推移



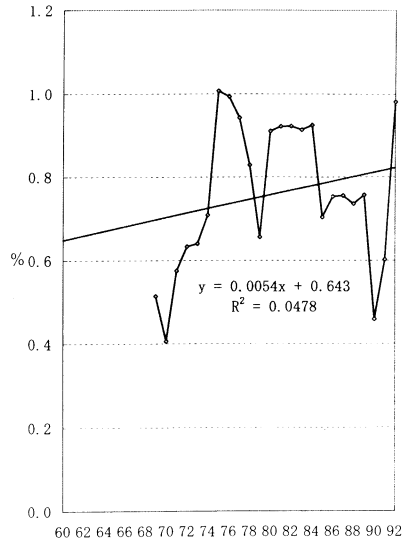
7 修正前ROAの分布の推移



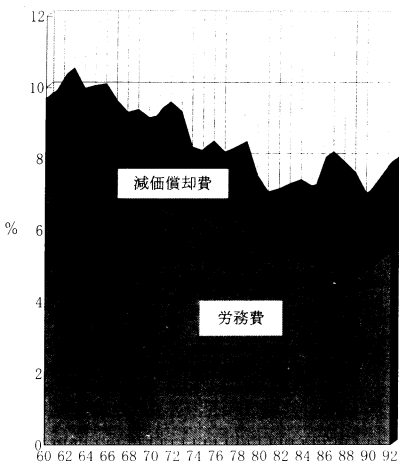
10 資本回転率の推移



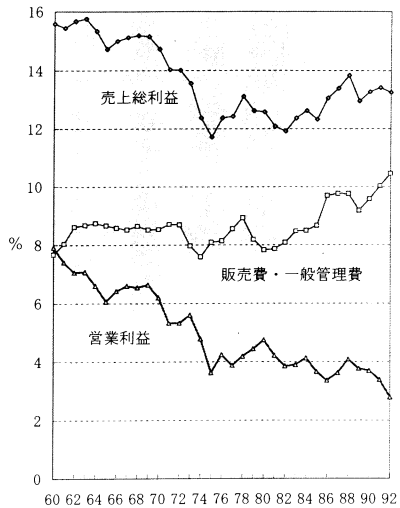
9 修正ROAの標準偏差の推移



12 製造原価中の労務費＋減価償却費
(対売上高比率)

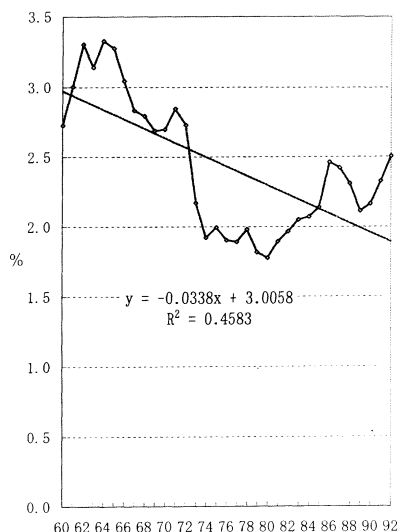


11 ROA低下の原因
(対売上高比率)

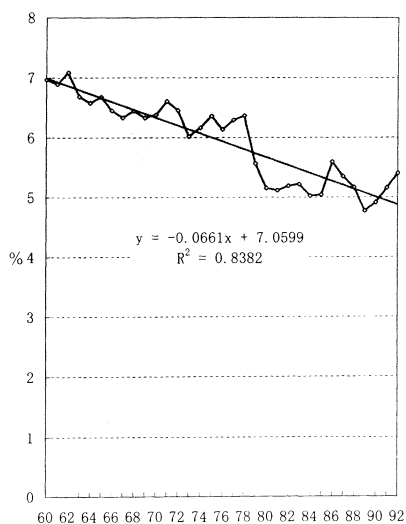


日本企業の収益性——ROA・ROE・レバレッジ

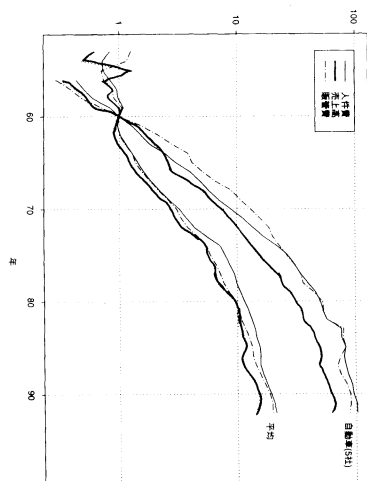
14 製造原価中の減価償却費
(対売上高比率)



13 製造原価中の労務費
(対売上高比率)



16 売上高と販管費中の人件費の
伸率の推移(1960=1)



15 人件費・減価償却費・試験研究費
(対売上高比率)

