

## 日本企業の ROE と財務政策 (2)

馬 場 大 治  
山 口 聖  
若 林 公 美

### 3. 営業活動と金融活動の区別

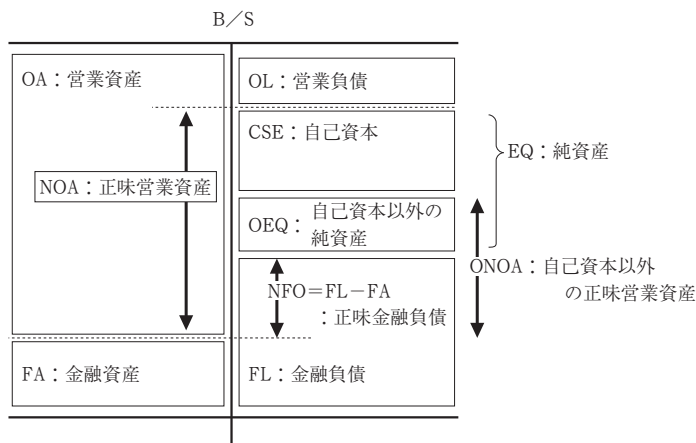
#### 3-1 営業活動と金融活動を区別した財務分析

先述のように、Nissim and Penman (2001) や Penman (2003) では、営業活動 (operating activities) と金融活動 (financial activities) を区別し、ROE とその背景にある財務政策をより詳細に分析することを意図した財務分析が提唱されている。確かに、前節の議論でも、ROE の決定因となっている資本構成のあり方が「財務レバレッジ」や「レバレッジ」の形で抽出され、分析が試みられていた。しかしながら、負債には、買掛金や支払手形のような事業活動の遂行の過程で必然的に、もしくは、慣例的に生じる負債と事業活動のための長期的な資本調達のための負債が存在し、それを一括りにして分析を進めるのは、大雑把に過ぎるとの観は否めない<sup>(29)</sup>。そこで本節では、かかる財務分析を援用して、過去20年近くの日本企業の ROE の趨勢の背景を分

---

(29) コーポレート・ファイナンスの領域においても、企業の負債利用の問題は、理論的な観点からは、主として「資本構成論」として、営業負債や金融負債の相違は捨象して議論されるのが通例となっている。ただし、テキストブックにおいて、営業負債にかかわる問題に関してある程度詳しい記載があるケースは、「運転資本管理」の章が立てられている場合であるが、近年ではこの種の章がないケースが多くなっている。

〔図表10 貸借対照表の分割〕



析することにより、より詳細にこの間の日本企業の財務政策の実態を明らかにすること<sup>(30)</sup>を試る。

この種の財務分析においては、〔図表10〕に示されているように、貸借対照表の各勘定科目が、営業活動にかかわる部分と財務活動にかかわる部分に分割される。まず資産に関しては、以下のように分けられる。

- 営業資産（OA）：営業活動に直接必要とされる資産。生産設備、売掛金、在庫等。
- 金融資産（FA）：上記以外の資産。現金・預金、市場性有価証券等。

負債も同様に、以下のように分類される。

(30) 以下の営業活動と金融活動を区別した財務分析は、Nissim and Penman (2001), Penman (2001) において提唱されているものであり、本稿の議論もこれに負っている。ただし本稿では、日本企業の財務政策に注目し、特に企業の正味金融負債の利用（もしくは、正味金融資産の保有）の状況に焦点を当てている。そのため、各種のレバレッジ効果が強調され、かつ、「金融負債レバレッジ」や「自己資本以外の純資産レバレッジ」といった、通常、このタイプの財務分析で明示的に取り扱われない概念を定義し、分析を進めている。

{ 営業負債 (OL): 営業活動の過程で生じる負債。買掛金, 未払費用等。  
金融負債 (FL): 営業活動のための資金を生み出すための負債。銀行借入, 社債等。

金融資産は負債の返済にこれを充当することができ, 本質的に「マイナスの負債」<sup>(31)</sup>であるため, 正味金融負債 (NFO) は, 以下のように考えられる。

$$NFO = FL - FA$$

この財務分析においても, 前節の議論と同様, ROE からレバレッジ効果に起因する部分を分離することが試みられる。ただし, ここではより厳密に, 金融活動に起因するレバレッジ効果と営業活動に付随する負債に起因するレバレッジ効果を分離して, 分析が進められる。まず, 前者のレバレッジの影響を抽出するため, 以下に定義される, 営業資産から営業負債を除いた部分, すなわち, 正味営業資産 (NOA) が注目される。

$$NOA = OA - OL$$

〔図表10〕に示されているように, 正味営業資産は, ROE の分母である自己資本 (CSE) と自己資本以外の正味営業資産 (ONOA) よりなる。したがって, 自己資本を分母とする ROE は, 正味営業資産利益率 (RNOA) に対して, 自己資本以外の正味営業資産が用いられていることによるレバレッジ効果が加わったものであると考えられる。

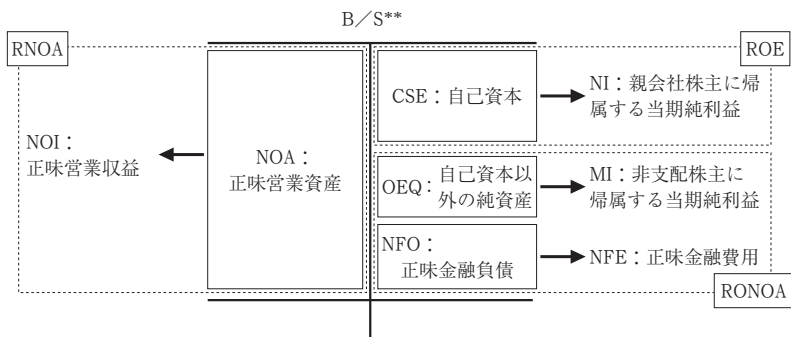
まず, 正味営業資産の原資は, 自己資本とそれ以外の純資産 (OEQ), 正味金融負債である。したがって, そこから生み出される正味営業収益 (NOI) は, 〔図表11〕に示されているように, そのそれぞれに帰属する収益の合計と考えられる。

まず, 通常, 正味金融負債からは費用が発生するが, これはその提供者に帰属する収益であると考えられる。つまり, 金融資産から金融収益 (FI) が,

---

(31) Palepu et.al (2001) 9-5。

〔図表11 ROE, RNOA, RONO を求める際の分母・分子\*〕



\* 貸借対照表上に分母が、そこからの矢印の先に分子が示されている。

\*\* 貸借対照表の正味営業資産に係る部分のみを抽出している。

金融負債から金融費用（FE）が生じるので、正味金融負債から生じる費用、すなわち、正味金融費用（NFE）は、以下ようになる。

$$NFE = (FE - FI) \times (1 - \text{税率})$$

ただし、ここで「1－税率」をかけているのは、正味金融費用が発生した<sup>(32)</sup>ことに対する節税効果を勘案しているからである。

自己資本に帰属する収益は親会社株主に帰属する当期純利益（NI）であり、自己資本以外の純資産に帰属する収益は非支配株主に帰属する当期純利益（MI）である。したがって、正味営業資産が稼得した収益、すなわち、<sup>(33)</sup>正味営業収益は、これらの合計となる。

$$NOI = NI + MI + NFE$$

(32) 以下の分析において、税率に関しては、村宮（2010）にならって、一律40%として計算している。ただし、法人税率等に関しては、2011年以降下降傾向にあるため、これ以降の時期に関しては、節税効果を若干過大評価している可能性がある。

(33) Nissim and Penman（2001）とは異なり、2節に示されているように、本稿の分析の対象としている ROE は、日本証券取引所の定義に依拠している。そのため、自己資本に帰属する収益を親会社株主に帰属する当期純利益、自己資本以外の純資産（主として非支配株主）に帰属する収益を非支配株主に帰属する当期純利益として分析を行っている。

そして、正味営業資産の収益性を示す正営業資産利益率（RNOA）は、以下のように定義できる。

$$RNOA = \frac{NOI}{NOA} \quad (2 \text{ 式})$$

自己資本以外の正味営業資産は、正味金融負債と自己資本以外の純資産からなり、これらはそれぞれ上記の収益を稼得している。したがって、その収益率、すなわち、自己資本以外の正味営業資産の提供者の利益率（RONOA）は、以下ようになる。

$$RONOA = \frac{NFE + MI}{NFO + OEQ}$$

この時、金融活動により調達された自己資本以外の資本が、正味営業資産に対して用いられている程度、すなわち、金融レバレッジ（FLEV）を、以下のように定義する。

$$FLEV = \frac{NOA - CSE}{CSE}$$

これらを用いることにより、2-3-1 で示された負債利用の結果生じるレバレッジ効果を抽出したのと同様の論理で、金融活動によって生じたレバレッジ効果を表面に出すことができる。つまり、ROE と RNOA の関係を、以下のように示すことができる。

$$ROE = RNOA + (RNOA - RONOA) \times FLEV \quad (3 \text{ 式})$$

以上のように、ROE は正味営業資産の収益性を示す正味営業資産利益率と金融活動によるレバレッジの結果生じた変化分（金融レバレッジ効果）である  $(RNOA - RONOA) \times FLEV$  の2つに分割できることになる。

### 3-2 正味営業資産利益率と金融レバレッジ効果の趨勢

それでは、このようにして定義される正味営業資産利益率と金融レバレッ

ジ効果（ $ROE - RNOA$ ）の近年の日本企業の趨勢についてみてみよう。前節と同様、全上場企業をサンプルとして分析を続けるが、上記の財務分析を行うために、2-1 で示されている(1)から(3)に加えて、以下の(4)から(6)の条件が満たされている必要がある。

- { (4)正味営業資産（NOA）が正である。
- { (5)純資産（EQ）が正である。
- { (6)正味金融負債（NFO）が0でない。

なお、2 節の分析と同様、貸借対照表に関わる勘定科目は前年決算との平均値を用いたため、当該年のみならず、前年もこれらの条件を満たしたサンプルのみを対象として分析を進めている<sup>(34)</sup>。

まず、これらのサンプルを用いて求められた正味営業資産利益率の趨勢をまとめたのが〔図表12〕である。〔図表3〕に示されている ROE の趨勢と比較すると、両者はほぼ相似形になっており、ROE の変化の主要部分が正味営業資産利益率の変化に起因していることが見て取れよう。ただし、ROE と ROA（〔図表8〕）の比較を行った場合とは違い、ROE は正味営業資産利益率よりも大きな数値になっておらず、金融活動に関して、一般的に正のレバレッジ効果が生じているとはいえないことが注目に値する。

この点は、金融活動による ROE の変化分（ $ROE - RNOA$ ）、すなわち、金融レバレッジ効果の趨勢をまとめた〔図表13〕により、より詳細にその実態が明らかになる。〔図表13〕に示されているように、2001年から2018年にかけて、中央値と単純平均において金融負債レバレッジ効果は、すべて負となっている。また、これが負であった企業の比率は、ほぼすべての期間において

---

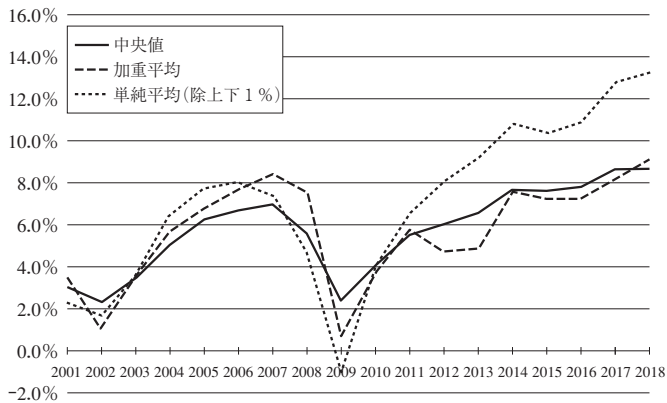
(34) 〔図表1〕と〔図表12〕のサンプル数を比較すれば明らかなように、(4)から(6)の条件によって除かれるサンプル数は、1年あたり30～60程度である。なお、以下の分析でも今までと同様、単純平均を求める際には、上下1%のサンプルを異常値として除いてこれを計算している。

〔図表12 正味営業資産利益率（RNOA）の趨勢〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中央値    | 3.1%  | 2.3%  | 3.5%  | 5.1%  | 6.3%  | 6.7%  | 7.0%  | 5.5%  | 2.4%  | 4.1%  |
| 加重平均   | 3.5%  | 1.1%  | 3.7%  | 5.7%  | 6.7%  | 7.7%  | 8.4%  | 7.5%  | 0.7%  | 3.8%  |
| 単純平均   | 2.3%  | 1.7%  | 3.8%  | 6.5%  | 7.7%  | 8.1%  | 7.4%  | 4.7%  | -1.0% | 4.2%  |
| 正のサンプル | 73.3% | 68.1% | 77.1% | 85.8% | 87.0% | 83.6% | 85.1% | 80.2% | 63.2% | 77.0% |
| 上昇サンプル |       | 36.1% | 53.3% | 62.2% | 55.7% | 47.7% | 47.5% | 34.9% | 24.3% | 60.7% |
| サンプル数  | 2,848 | 3,152 | 3,196 | 3,232 | 3,313 | 3,386 | 3,466 | 3,500 | 3,442 | 3,331 |

|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 中央値    | 5.5%  | 6.0%  | 6.5%  | 7.6%  | 7.6%  | 7.8%  | 8.6%  | 8.7%  | 5.7%      |
| 加重平均   | 5.8%  | 4.7%  | 4.9%  | 7.6%  | 7.2%  | 7.2%  | 8.2%  | 9.1%  | 5.9%      |
| 単純平均   | 6.7%  | 8.2%  | 9.3%  | 10.8% | 10.4% | 11.0% | 12.9% | 13.3% | 7.1%      |
| 正のサンプル | 84.1% | 85.3% | 87.1% | 89.7% | 88.4% | 88.5% | 90.5% | 92.2% | 82.5%     |
| 上昇サンプル | 57.1% | 50.6% | 55.4% | 57.0% | 49.4% | 49.8% | 56.0% | 54.0% |           |
| サンプル数  | 3,267 | 3,203 | 3,187 | 3,204 | 3,246 | 3,264 | 3,302 | 2,443 | 57,982    |



60%を上回っている。

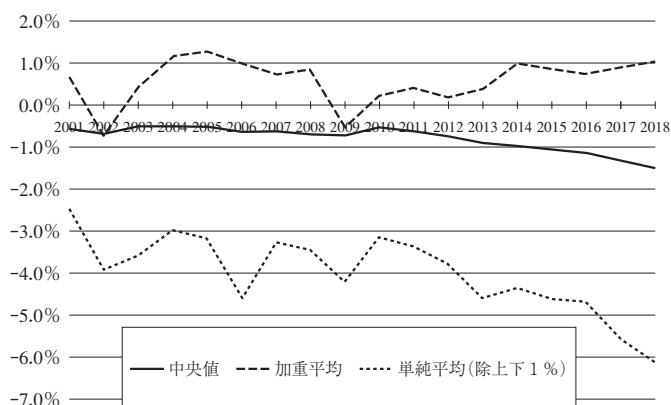
金融レバレッジ効果に関しては、Nissim and Penman (2003)において、1963年から2001年のアメリカ企業のデータを用いた分析において、約40%の企業が、金融レバレッジ効果が負となっており、中央値が0.6%、単純平均が-0.4%であったことが報告されている。また、村宮 (2010)において、

〔図表13 金融レバレッジ効果（ROE－RNOA）の趨勢〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中央値    | -0.6% | -0.7% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | -0.6% | -0.6% | -0.7% | -0.7% | -0.5% |
| 加重平均   | 0.7%  | -0.8% | 0.4%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.0%  | 0.7%  | 0.9%  | -0.5% | 0.2%  |
| 単純平均   | -2.5% | -3.9% | -3.6% | -3.0% | -3.2% | -4.6% | -3.3% | -3.4% | -4.2% | -3.2% |
| 正のサンプル | 37.9% | 34.6% | 37.5% | 40.9% | 40.0% | 39.8% | 39.8% | 39.3% | 36.2% | 38.7% |
| 上昇サンプル |       | 38.1% | 47.5% | 44.7% | 41.7% | 41.6% | 45.0% | 48.9% | 49.7% | 48.4% |

|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 中央値    | -0.6% | -0.8% | -0.9% | -1.0% | -1.1% | -1.2% | -1.3% | -1.5% | -0.8%     |
| 加重平均   | 0.4%  | 0.2%  | 0.4%  | 1.0%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.9%  | 1.0%  | 0.7%      |
| 単純平均   | -3.4% | -3.8% | -4.6% | -4.3% | -4.6% | -4.7% | -5.6% | -6.1% | -4.0%     |
| 正のサンプル | 37.3% | 35.6% | 36.1% | 36.8% | 36.3% | 34.9% | 35.8% | 34.3% | 37.4%     |
| 上昇サンプル | 42.7% | 45.2% | 42.2% | 42.1% | 45.0% | 44.8% | 44.5% | 40.8% |           |



日本企業に関して、1977年1月から2007年3月の決算データを用いて計算した結果、ROEと正味営業資産利益率の単純平均はそれぞれ、6.1%と8.1%であるが、金融レバレッジも正味営業資産利益率と正味金融負債費用率の差も両方とも中央値が正であることから、半数以上の企業においてROEがRNOAを上回っていることが予想され<sup>(35)</sup>としている。このように、金融レ

(35) 村宮（2010）253頁。



バレッジ効果が負であることは、必ずしも特殊な状況でないようであるが、分析期間である近年の20年間に於いて、それが負である企業が日本において多数派であることは、これらの先行研究とは相違し、大いに注目すべき状況であるといえよう。

金融レバレッジ効果の趨勢を示した〔図表13〕に関して、もう1つ注目すべき点は、加重平均の趨勢が単純平均や中央値のそれとは異質であることである。上述のように、単純平均や中央値に関しては、すべての年においてそれが負であったのに対し、加重平均に関しては、2002年と2009年を除いて、全て正となっている。特に、近年、このような相違はより拡大しているようであり、2010年と2018年を比較すると、加重平均では0.8%ポイント上昇しているのに対し、中央値で1.0%ポイント、単純平均で2.9%ポイント下降している。上述のように、加重平均はより規模が大きなサンプルの影響を受けやすい統計量である。したがって、この結果は、より規模が大きい企業とそうでない企業とでは、財務政策のあり方が相違し、それが近年より拡大している可能性を含意している。

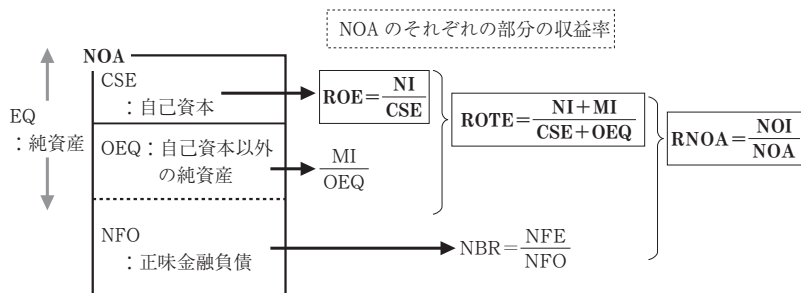
### 3-3 金融負債レバレッジ効果

#### 3-3-1 金融レバレッジ効果の分解

上述のように、近年の日本企業の金融レバレッジ効果は極めて興味深い状況にあり、さらなる分析を加えることにより、日本企業の財務政策の詳細がより明瞭にされると考えられる。その際、分析を厳密に進めるために、金融レバレッジに関して、より詳細な枠組みを考える必要がある。

前節で分析された金融レバレッジ効果は、〔図表11〕に示されているように、自己資本以外の正味営業資産を利用することによって生じる、ROEに対する効果を示すものであった。自己資本以外の正味営業資産は、正味金融負債と自己資本以外の純資産という異質な2つの要素から成っており、その

〔図表14 正味営業資産の各部分の収益率〕



それぞれの効果を分けて考察することにより、より厳密な形で分析を進めることができるだろう。

まず、自己資本（CSE）と自己資本以外の純資産（OEQ）を合わせた、純資産全体（EQ）に対する収益率である、純資産利益率（ROTE）を考える。純資産が稼得した収益は、親会社に帰属する当期純利益（NI）と非支配株主に帰属する当期純利益（MI）の合計であるので、その収益率である純資産利益率は以下のように定義される。

$$ROTE = \frac{NI+MI}{CSE+OEQ} = \frac{NI+MI}{EQ}$$

まず、これと正味営業資産利益率（RNOA）との関係に注目すると、〔図表14〕に示されているように、前者は後者に対して正味金融負債（NFO）を利用していることによるレバレッジ効果が生じていると考えられる。そのため、正味金融負債を利用している程度、すなわち、金融負債レバレッジ（FDLEV）や正味金融負債費用率（NBR）を以下のように定義する。

$$FDLEV = \frac{NFO}{CSE+OEQ} = \frac{NFO}{EQ}$$

$$NBR = \frac{NFE}{NFO}$$

この時、ここまでで各種のレバレッジ効果の分離のために用いたと同様のロジックにより、正味金融資産利益率と純資産利益率の関係を以下のように示すことができる。

$$\text{ROTE} = \text{RNOA} + (\text{RNOA} - \text{NBR}) \times \text{FDLEV} \quad (4 \text{ 式})$$

つまり、純資産利益率は正味営業資産利益率と正味金融負債により生じたレバレッジによる増加分  $((\text{RNOA} - \text{NBR}) \times \text{FDLEV})$  に分割できることになる。換言すると、純資産利益率と正味営業資産利益率の差  $(\text{ROTE} - \text{RNOA})$  が、自己資本以外の純資産の影響が排除され、負債利用の影響のみを反映した金融負債レバレッジ効果であることになる。

続いて、ROE と純資産利益率の関係に注目すると、上の議論と同様に、ROE から自己資本以外の純資産を用いていることによるレバレッジ効果を分離することができる。つまり、ROE は、純資産利益率と自己資本以外の純資産を用いていることによる増分  $(\text{ROE} - \text{ROTE})$  に分割できることとなる。<sup>(36)</sup>

以上をまとめると、ROE は (5 式) のように、正味営業資産利益率と金融負債レバレッジ効果、自己資本以外の純資産レバレッジ効果の3つの部分に分割できることになる。

$$\text{ROE} = \text{RNOA} + \underbrace{(\text{ROE} - \text{ROTE})}_{\text{自己資本以外の純資産レバレッジ効果}} + \underbrace{(\text{ROTE} - \text{RNOA})}_{\text{金融負債レバレッジ効果}} \quad (5 \text{ 式})$$

### 3-3-2 自己資本以外の純資産レバレッジ効果の趨勢

まず、このようにして求められた自己資本以外の純資産レバレッジ効果の

---

(36) (4 式) と同様に ROE と ROTE の関係を表現すると以下の式になる。

$$\text{ROE} = \text{ROTE} + \left( \text{ROTE} - \frac{\text{MI}}{\text{OEQ}} \right) \times \frac{\text{OEQ}}{\text{CSE}}$$

趨勢が、〔図表15〕に示されている。加重平均や単純平均では、若干のマイナスとなっているが、 $-0.1\%$ 程度であり、このレバレッジ効果の ROE に対する影響は、ほとんど無視できる程度であることが見て取れるだろう。これは、自己資本以外の純資産の貸借対照表における比重が低いことや、その利益率が ROE と極端に変わらないことが予想され、その当然の結果であると考えられよう。<sup>(37)</sup>

〔図表15 自己資本以外の純資産レバレッジ効果（ROE－ROTE）の趨勢〕

|         | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 中央値     | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%      | 0.0%  |
| 加重平均    | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.1% | 0.0%  | 0.0%  | -0.2%     | -0.1% |
| 単純平均    | -0.1% | -0.1% | -0.1% | 0.0%  | -0.1% | 0.0%  | 0.0%  | -0.1% | -0.2%     | -0.1% |
| 正のサンプル  | 35.6% | 32.6% | 32.8% | 33.8% | 33.6% | 36.2% | 40.7% | 39.7% | 39.9%     | 50.0% |
| 0 のサンプル | 22.2% | 22.8% | 25.0% | 25.2% | 25.2% | 23.0% | 20.7% | 19.5% | 15.6%     | 10.5% |
| 負のサンプル  | 42.2% | 44.6% | 42.2% | 40.9% | 41.2% | 40.8% | 38.5% | 40.8% | 44.5%     | 39.5% |
| 上昇サンプル  |       | 35.2% | 39.2% | 40.0% | 37.3% | 39.4% | 42.9% | 40.4% | 40.1%     | 52.1% |
|         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| 中央値     | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%      |       |
| 加重平均    | -0.1% | -0.3% | -0.2% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | -0.1%     |       |
| 単純平均    | -0.1% | -0.1% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | -0.1%     |       |
| 正のサンプル  | 52.8% | 48.5% | 54.8% | 58.3% | 59.6% | 59.0% | 60.7% | 59.3% | 45.8%     |       |
| 0 のサンプル | 9.8%  | 9.0%  | 9.8%  | 8.9%  | 8.3%  | 8.6%  | 9.7%  | 8.7%  | 15.8%     |       |
| 負のサンプル  | 37.4% | 42.5% | 35.5% | 32.8% | 32.1% | 32.4% | 29.6% | 32.0% | 38.4%     |       |
| 上昇サンプル  | 47.5% | 42.4% | 51.3% | 49.2% | 46.3% | 44.0% | 46.6% | 44.0% |           |       |

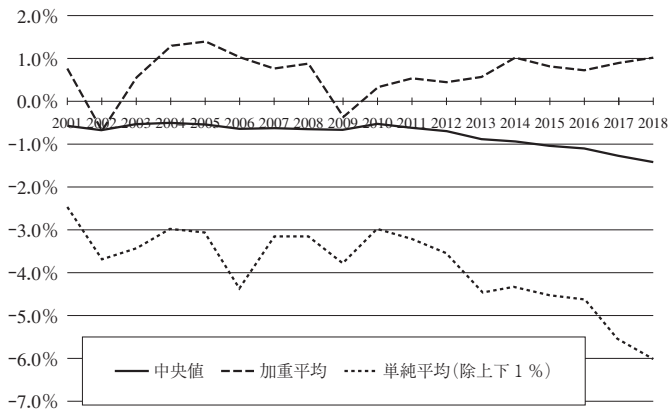
### 3-3-3 金融負債レバレッジ効果の趨勢

続いて、日本企業の金融負債レバレッジ効果（ROTE－RNOA）の趨勢が、〔図表16〕に示されている。前節で示したように、自己資本以外の純資産レ

(37) 自己資本以外の純資産の総資産に占める比率を計算すると、2001年から2018年全体で、中央値、加重平均、単純平均の順番に、 $0.1\%$ 、 $2.3\%$ 、 $0.9\%$ であった。また、自己資本以外の純資産レバレッジ（OEQ／CSE）に関しては、 $0.2\%$ 、 $6.0\%$ 、 $2.2\%$ であった。また、自己資本以外の純資産利益率（MI／OEQ）に関しても、OEQが正のサンプルに関して計算すると、上の順番で、 $0.1\%$ 、 $7.1\%$ 、 $4.9\%$ であった。

〔図表16 金融負債レバレッジ効果（ROTE－RNOA）の趨勢〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 中央値    | -0.5% | -0.6% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | -0.6% | -0.6% | -0.6% | -0.6%     | -0.5% |
| 加重平均   | 0.8%  | -0.7% | 0.5%  | 1.3%  | 1.4%  | 1.1%  | 0.8%  | 0.9%  | -0.4%     | 0.3%  |
| 単純平均   | -2.4% | -3.7% | -3.5% | -3.0% | -3.1% | -4.5% | -3.2% | -3.2% | -3.8%     | -3.0% |
| 正のサンプル | 37.9% | 35.3% | 38.1% | 41.1% | 41.2% | 40.1% | 40.1% | 39.8% | 37.4%     | 38.8% |
| 上昇サンプル |       | 38.4% | 47.8% | 45.0% | 42.0% | 40.7% | 44.9% | 49.5% | 49.9%     | 48.0% |
|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| 中央値    | -0.6% | -0.7% | -0.8% | -0.9% | -1.0% | -1.1% | -1.3% | -1.4% | -0.7%     |       |
| 加重平均   | 0.5%  | 0.4%  | 0.6%  | 1.0%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.9%  | 1.0%  | 0.8%      |       |
| 単純平均   | -3.2% | -3.6% | -4.5% | -4.3% | -4.6% | -4.6% | -5.6% | -6.0% | -3.9%     |       |
| 正のサンプル | 38.3% | 37.1% | 36.5% | 37.2% | 36.6% | 35.4% | 36.3% | 34.9% | 38.0%     |       |
| 上昇サンプル | 43.2% | 45.9% | 40.8% | 42.3% | 44.1% | 44.5% | 44.7% | 40.7% |           |       |



バレッジ効果は非常に小さいため，〔図表13〕の金融レバレッジ効果の趨勢と〔図表16〕はほぼ同様の結果となっている。つまり，〔図表13〕の検討を通じて発見されたことは，金融負債レバレッジ効果と正味金融負債の問題として理解する必要がある。つまり，近年の日本企業の財務政策に関して，3-2で明らかになった，その状況に対する注目すべきその特徴は，以下のよう

- I. 日本企業の多数派において金融負債レバレッジ効果が負であること。
- II. ただし、大規模企業の影響をより強く受ける加重平均のみが金融負債レバレッジ効果が正であり、大規模企業とそうでない企業の間で状況がかなり違うと予想されること。

営業活動と金融活動を区別せず、自己資本以外の資本利用全体に関してレバレッジ効果の抽出を試みた 2-2 の議論においては、レバレッジ（LEV）が負になることはあり得ず、負のレバレッジ効果が生じるのは、ROA が自己資本以外の資本の提供者の利益率（ $r$ ）を下回っている場合のみであった。ところが、ここで検討している金融負債レバレッジ効果に関しては、金融負債レバレッジが負である、すなわち、正の正味金融資産が存在する場合にも、負のレバレッジ効果が生じる可能性がある。

そこで、金融負債レバレッジ効果が負である企業が多数派であること（要約 I）の理由を探るために、金融負債レバレッジ（FDLEV）に注目し、その趨勢を示したのが〔図表17〕である。〔図表17〕を見ると、2001年以降、金融負債レバレッジは下降し続けている。特に、2004年以降は、過半数の企業において金融負債レバレッジが負となり、2018年にはその比率が、64.7%に達している。つまり、2018年時点で、3分の2近くの日本企業は、正味金融負債が負である、すなわち、正の正味金融資産を有していることになる。

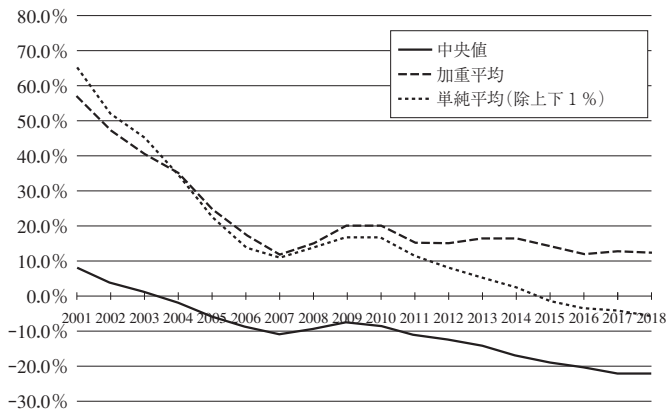
コーポレート・ファイナンスの理論において、負債の利用は資本調達的手段として重視され、最適資本構成論として極めて活発に議論されてきたテーマの1つである。ところが近年の日本企業の金融活動において、金融負債を長期資本調達手段として利用している企業は少数派となっていることをこの結果は示している。つまり、この結果は、正味金融資産の運用やそれを保有すべきか否かといったペイアウトの問題が、金融活動の焦点になっている企業が近年、多数派になっていることを含意していることになろう。<sup>(38)</sup>

〔図表17 金融負債レバレッジ (NFO/EQ) の趨勢〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | 2008  | 2009  | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 中央値    | 8.3%  | 4.2%  | 1.8%  | -1.4% | -5.5% | -8.5% | -10.3% | -8.9% | -7.2% | -8.5% |
| 加重平均   | 57.5% | 47.5% | 40.8% | 35.3% | 24.6% | 17.4% | 12.0%  | 15.1% | 20.1% | 20.0% |
| 単純平均   | 65.9% | 52.8% | 45.7% | 35.3% | 22.8% | 14.3% | 11.2%  | 13.6% | 17.1% | 16.8% |
| 正のサンプル | 55.5% | 52.8% | 51.3% | 49.1% | 46.7% | 44.0% | 43.3%  | 43.9% | 45.0% | 44.6% |
| 上昇サンプル |       | 40.5% | 45.1% | 35.7% | 30.7% | 32.1% | 41.4%  | 55.7% | 58.2% | 43.1% |

|        | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2001～2018 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 中央値    | -11.0% | -12.1% | -14.0% | -16.6% | -18.9% | -20.4% | -22.1% | -22.1% | -10.0%    |
| 加重平均   | 15.0%  | 14.8%  | 16.5%  | 16.5%  | 14.2%  | 11.9%  | 12.7%  | 12.4%  | 20.3%     |
| 単純平均   | 11.8%  | 8.1%   | 5.3%   | 2.3%   | -1.6%  | -3.6%  | -4.4%  | -5.9%  | 17.1%     |
| 正のサンプル | 42.3%  | 41.0%  | 40.2%  | 38.5%  | 36.5%  | 35.8%  | 35.1%  | 35.3%  | 43.4%     |
| 上昇サンプル | 33.1%  | 42.3%  | 38.8%  | 36.0%  | 36.5%  | 41.5%  | 41.8%  | 34.4%  |           |



金融レバレッジ効果の加重平均と中央値や単純平均の趨勢が相違していた(要約Ⅱ) のと同様, 〔図表17〕 に示されている金融負債レバレッジも, これ

- (38) 近年, コーポレート・ファイナンスの領域において, 企業の現金保有の問題が注目を集めているが, その背景には実際の企業のこのような状況があるのかもしれない。日本企業を対象とした, 現金保有に関する議論として, 例えば, 砂川・畠田・山口 (2006), 山口・馬場 (2012), 山口 (2016), があげられる。

日本企業の ROE と財務政策（2）（馬場大治・山口聖・若林公美）

らの間で劇的な相違が示されている。加重平均に関しては、2001年から一貫して正を維持しているのに対し、中央値では2004年以降、単純平均では2015年以降、負になっている。

また、加重平均に関しては2010年以降下降のペースが他よりも緩やかになっているようであり、2018年までの間に7.6%ポイント下降しているのに対して、中央値は13.6%ポイント、単純平均は22.7%ポイント下降している。このように、大規模企業とそうでない企業の間で、正味金融負債（資産）のあり方が相違し、その差は近年より大きくなってきているようである。

### 3-4 金融負債レバレッジ効果の精査

#### 3-4-1 金融負債レバレッジ効果の決定因から見た財務政策の趨勢

##### 3-4-1-1 金融負債レバレッジ効果の正負の決定因

上述のように、近年の日本企業の金融負債レバレッジ効果の状況は、コーポレート・ファイナンスの議論が一般的に想定しているものとは違い、非常に興味深い状況であることが明らかになった。以下では、3-3-3で示された2点（要約Ⅰ・Ⅱ）に注目し、金融負債レバレッジ効果が生じていることの背景を精査することにより、日本企業の財務政策の実態を明らかにすることを試みる。

まず、金融負債レバレッジ効果が負である企業が多数派であること（要約Ⅰ）に関して、前節では金融負債レバレッジに注目して、簡単にその背景を探った。ところが、以下に示される金融負債レバレッジ効果は、多くの変数から成っており、その正負はこれらの変数間の関係により決まるため、その背景には多くの可能性が存在する。

$$\begin{aligned}\text{ROTE} - \text{RNOA} &= (\text{RNOA} - \text{NBR}) \times \text{FDLEV} \\ &= \left( \text{RNOA} - \frac{\text{NFE}}{\text{NFO}} \right) \times \frac{\text{NFO}}{\text{EQ}}\end{aligned}$$



特に、金融負債レバレッジ (FDLEV) と正味金融負債費用率 (NBR) の両者が正にも負にもなる可能性があり、その組み合わせによってそれぞれの変数の含意が全く変わってしまうことになる。論理的に起こりうる諸変数の正と負の12のパターンと、その現実に対する含意を簡単に要約したものが〔図表18〕<sup>(39)</sup>に示されている。

このようにしてすべてのサンプルを①から⑫に分類することができる。詳細な分析は次節以降に行うが、それぞれの分布は、〔図表19〕<sup>(40)</sup>のような状況であった。

### 3-4-1-2 金融負債レバレッジ効果の背景

金融負債レバレッジ効果の背景にある状況は、〔図表18〕に示されているように非常に多様な可能性が存在する。ここではこれらのグループを整理・分類することにより、近年の日本企業の状況を明らかにすることを試みる。

まず、金融負債レバレッジ効果 (RNOA－ROTE) の正負の状況に注目して分析を進める。2-3で報告されている、自己資本以外の使用資本によって生じるレバレッジ効果全体に注目した、オーソドックスな分析 ((1式) に

---

(39) 金融負債レバレッジ効果 (ROTE－RNOA) の正負は、それを示す本文の式から見て取れるように、FDLEV (〔図表18〕の第3列) と RNOA－NBR (第4列) の値が正負のどちらになるかによって、決まる。つまり、それぞれが正・負のどちらかを取り得るので、4(=2×2)通りのパターンがある。FDLEVの分母であるEQは必ず正なので、FDLEVの正負とNFOの正負は同値である。RNOA－NBRに関しては、RNOAとNBRがそれぞれ正負の値をとる可能性があるが(5列, 6列)、RNOA－NBRが正の時には、RNOAが負、NBRが正であることはあり得ない。また、RNOA－NBRが負の時には、RNOAが正、NBRが負であることはあり得ない。したがって、FDLEVとRNOA－NBRの正負それぞれに関して、RNOAとNBRの正負の可能性が3通りあるため、全体で上記の4つのパターンそれぞれに3つの可能性が存在することになり、12(=4×3)通りの可能性が存在する。なお、NFE(第7列)は、FDLEV(NFO)とNBRの正負によって機械的に決まるが、金融負債(資産)の収支(正でネット費用、負で収益)を示すために表に加えられている。

(40) 〔図表19〕に関しては、紙幅の関係で隔年ごとの統計数値を示している。

〔図表18 金融負債レバレッジ効果の正負の背後にある状況\*〕

|   | ROTE-<br>RNOA | FDLEV<br>(NFO) | RNOA-<br>NBR | RNOA | NBR | NFE | 状況**  |
|---|---------------|----------------|--------------|------|-----|-----|---|
| ① | +             | +              | +            | +    | +   | +   | 正の RNOA で、かつ、より低い利率の正味金融負債が存在する。                                |
| ② |               |                |              | +    | -   | -   | 正の RNOA で、かつ、正味金融負債があるにもかかわらず、それが正の正味金融収益が生じている。                |
| ③ |               |                |              | -    | -   | -   | RNOA が負であるが、正味金融負債があるにもかかわらず、正味金融収益が発生している。ただし、RNOA > RNBC である。 |
| ④ |               | -              | -            | +    | +   | -   | 正味金融資産が存在し、そこから正味金融収益が上がっており、その収益率は、正である RNOA 以上である。            |
| ⑤ |               |                |              | -    | +   | -   | RNOA が負であるが、正味金融資産が存在し、そこから正味金融収益が上がっている。                       |
| ⑥ |               |                |              | -    | -   | +   | 正味金融資産を保有している。正味営業資産も正味金融資産も損失が発生しているが、その損失率は前者の方が大きい。          |
| ⑦ | -             | +              | -            | +    | +   | +   | 正の RNOA で、それ以上の高い利率の正味金融負債が存在する。                                |
| ⑧ |               |                |              | -    | +   | +   | RNOA が負であり、かつ、正味金融負債からは正味金融費用が発生している。                           |
| ⑨ |               |                |              | -    | -   | -   | RNOA が負であるが、正味金融負債があるにもかかわらず、正味金融収益が発生している。ただし、RNOA < RNBC である。 |
| ⑩ |               | -              | +            | +    | +   | -   | 正味金融資産があり、正味金融収益が発生している。ただし、その収益率は、正である RNOA 以下である。             |
| ⑪ |               |                |              | +    | -   | +   | RNOA が正で、かつ、正味金融資産があるにもかかわらず、正味金融費用が発生している。                     |
| ⑫ |               |                |              | -    | -   | +   | 正味金融資産を保有している。正味営業資産も正味金融資産も損失が発生しているが、その損失率は後者の方が大きい。          |

\*表において、「-」は当該変数が「負」であることを、「+」は「非負」であることを示している。

\*\*NFO、NFE に関して、その正負の状況を、正負をつけて説明すると煩雑になり、かつ、直感的に状況を理解しにくいと思われる。そのため、「状況」の説明に当たって、NFO と NFE は正負によって、以下の語を用いている。

NFO > 0：正味金融負債    NFO < 0：正味金融資産

NFE > 0：正味金融費用    NFE < 0：正味金融収益

基づく分析）においては、ROA と自己資本以外の使用資本の提供者の利益率（ $r$ ）の大小関係によってのみ、レバレッジ効果の正負が決まった。これに対して、ここで試みられている営業活動と金融活動を区別する財務分析においては、金融負債レバレッジ（FDLEV）が正負の両方になる可能性があり、より詳細な状況を分析の俎上に載せることができる。

〔図表19 金融負債レバレッジ効果の背景の各タイプの分布\*〕

正の金融負債レバレッジ効果 (ROTE-RNOA&gt;0)

| タイプ | 2002  | 2004  | 2006  | 2008  | 2010  | 2012  | 2014  | 2016  | 2018  | 全期間<br>(2001~2018) |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| ①   | 21.5% | 31.9% | 28.4% | 26.4% | 24.8% | 26.4% | 27.7% | 25.0% | 24.9% | 26.1%              |
| ②   | 1.5%  | 2.4%  | 2.7%  | 2.3%  | 1.7%  | 2.3%  | 2.9%  | 3.3%  | 5.1%  | 2.7%               |
| ③   | 0.3%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.1%               |
| ④   | 0.9%  | 1.4%  | 1.1%  | 1.0%  | 0.9%  | 1.1%  | 0.9%  | 0.8%  | 0.9%  | 1.1%               |
| ⑤   | 5.0%  | 2.6%  | 4.2%  | 6.1%  | 6.6%  | 4.6%  | 3.4%  | 3.6%  | 2.5%  | 4.6%               |
| ⑥   | 6.2%  | 2.7%  | 3.6%  | 3.7%  | 4.7%  | 2.6%  | 2.2%  | 2.7%  | 1.4%  | 3.4%               |
| 合計  | 35.3% | 41.1% | 40.1% | 39.8% | 38.8% | 37.1% | 37.2% | 35.4% | 34.9% | 38.0%              |

負の金融負債レバレッジ効果 (ROTE-RNOA&lt;0)

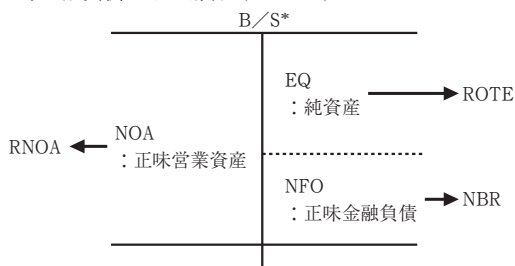
| タイプ | 2002  | 2004  | 2006  | 2008  | 2010  | 2012  | 2014  | 2016  | 2018  | 全期間<br>(2001~2018) |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| ⑦   | 10.2% | 6.5%  | 4.8%  | 5.7%  | 7.1%  | 5.1%  | 3.6%  | 2.8%  | 1.8%  | 5.6%               |
| ⑧   | 18.8% | 8.0%  | 7.3%  | 9.1%  | 10.7% | 6.9%  | 4.2%  | 4.5%  | 3.2%  | 8.6%               |
| ⑨   | 0.5%  | 0.2%  | 0.6%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.0%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.3%               |
| ⑩   | 15.9% | 23.7% | 29.4% | 29.3% | 25.3% | 30.3% | 36.5% | 38.8% | 43.3% | 29.5%              |
| ⑪   | 18.1% | 19.9% | 17.2% | 15.4% | 17.2% | 20.0% | 18.0% | 17.9% | 16.1% | 17.6%              |
| ⑫   | 1.1%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.7%  | 0.3%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.6%               |
| 合計  | 64.7% | 58.9% | 59.9% | 60.2% | 61.2% | 62.9% | 62.8% | 64.6% | 65.1% | 62.1%              |

\*各期間の全サンプルに対するそれぞれのタイプに属するサンプルの比率を示している。

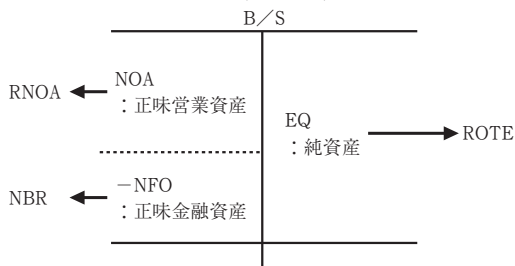
〔図表20〕に示されているように、正味金融負債が存在する場合 (㉔ NFO>0) と正味金融資産が存在する場合 (㉕ NFO<0) で貸借対照表の状況は全く相違しており、金融負債レバレッジ効果の背景の状況は全く異質である。正味金融負債が存在する場合、2-2 で論じられた通常の負債利用によるレバレッジ効果発生の状況 (〔図表6〕) と同様であり、正味営業資産利益率と正味金融負債費用率の大小関係で金融負債レバレッジ効果の正負が決まる。一方、正味金融資産が存在する場合、その利益率が正味営業資産利益率より大きい小さいかによって、金融負債レバレッジ効果の正負が決定される。その結果、〔図表21〕に示されるように、金融負債レバレッジ効果の

〔図表20 正味金融負債（資産）の状況と各部分の収益率\*〕

④正味金融負債がある場合（ $NFO > 0$ ）



⑤正味金融資産がある場合（ $NFO < 0$ ）



\*貸借対照表の純資産，正味営業資産にかかわる部分のみを抽出している。

発生状況は、それが正・負になる場合のそれぞれに2つの可能性が存在し、全体を4つのグループに分類できることになる。

このようにして企業を4つのカテゴリーに分類し、年ごとにその比率を求めたものが〔図表22〕に示されている。3-3-3の議論から予想されるように、金融負債レバレッジ効果が正の企業（④-1と⑤-1）の比率は、近年、若干、下がっているようであるが、40%弱で比較的安定している。このグループに関しては、正味金融負債が存在し、正のレバレッジ効果が生じているタイプの企業（④-1）の比率は、〔図表13〕に示されている、正味営業資産利益率（RNOA）が極端に低くなった2002年と2009年には低下しているが、他の年は30%弱で安定している。反対に、正味金融資産の高収益率により正のレバ

〔図表21 金融負債レバレッジ効果発生の背景〕

|                   | 1) 金融負債レバレッジ効果が正  | 2) 金融負債レバレッジ効果が負  |
|-------------------|---|---|
| ①正味金融負債<br>⇔NFO>0 | ①-1) 正味金融負債により正のレバレッジ効果が生じている<br>⇔RNOA>NBR (タイプ①②③)     | ①-2) 正味金融負債により負のレバレッジ効果が生じている<br>⇔RNOA<NBR (タイプ⑦⑧⑨)     |
| ②正味金融資産<br>⇔NFO<0 | ②-1) 正味金融資産の高収益率により、純資産利益率が上昇している<br>⇔RNOA<NBR (タイプ④⑤⑥) | ②-2) 正味金融資産の低収益率により、純資産利益率が下降している<br>⇔RNOA>NBR (タイプ⑩⑪⑫) |

レッジ効果が生じているタイプ (②-1) の企業はこの両年には増加している<sup>(41)</sup>。

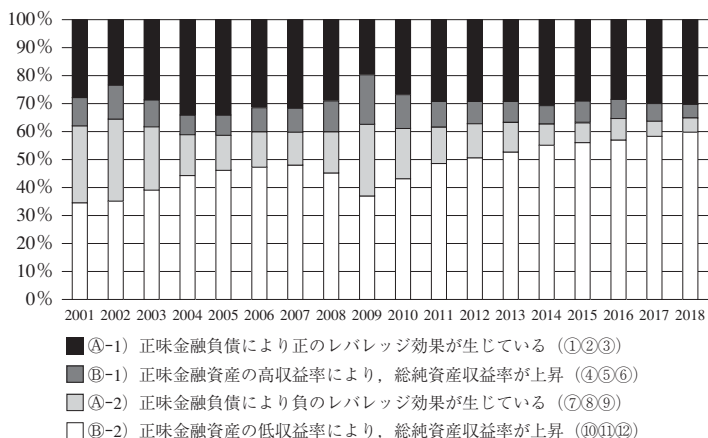
一方、負の金融負債レバレッジ効果が生じているグループ (①-2 と ②-2) に関しては、その内訳に劇的な変化が生じている。正味金融負債が存在し、負のレバレッジ効果が生じている企業 (①-2) の比率は、2002年と2009年に関してはそれが正であった企業 (①-1) の比率が減少しているのに呼応する形で増加しているが、それ以外は減少傾向にあり、2018年には5.3%を占めるに過ぎない。一方、正味金融資産の低収益率により負のレバレッジ効果が生じている企業 (②-2) の比率は基本的に増加し続けており、この20年間で25%ポイント近く増加し、2018年には60%近くにまで増加している。

このようなことから、3-3-3 で指摘された、分析期間において日本企業において金融負債レバレッジ効果が負の企業が多数派であることの原因について、以下のように要約することができるだろう。つまり、2000年代の初めは、正味営業資産の低収益性 (①-2) と正味金融資産の存在とその低収益性 (②-2) の両者がその原因となっていたが、近年では、後者の原因が圧倒的になっているようである。

(41) 2002年や2009年のように、正味営業資産利益率が低い年に関しては、これが正味金融資産の利益率を下回る可能性が高くなることを、このことは反映しているといえよう。

〔図表22 金融負債レバレッジ効果発生状況の趨勢〕

|                 | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| ④-1) 正のレバレッジ効果  | 27.9% | 23.3% | 28.5% | 34.3% | 34.3% | 31.3% | 31.6% | 28.9% | 19.6%     | 26.6% |
| ④-1) 正味金融資産高収益率 | 10.0% | 12.1% | 9.6%  | 6.7%  | 6.9%  | 8.9%  | 8.6%  | 10.9% | 17.9%     | 12.2% |
| 合計              | 37.9% | 35.3% | 38.1% | 41.1% | 41.3% | 40.1% | 40.1% | 39.8% | 37.5%     | 38.8% |
| ④-2) 負のレバレッジ効果  | 27.6% | 29.5% | 22.8% | 14.8% | 12.3% | 12.8% | 11.7% | 15.0% | 25.4%     | 18.0% |
| ④-2) 正味金融資産低収益率 | 34.5% | 35.2% | 39.0% | 44.1% | 46.4% | 47.1% | 48.2% | 45.2% | 37.1%     | 43.2% |
| 合計              | 62.1% | 64.7% | 61.9% | 58.9% | 58.7% | 59.9% | 59.9% | 60.2% | 62.5%     | 61.2% |
|                 |       |       |       |       |       |       |       |       |           |       |
|                 | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| ④-1) 正のレバレッジ効果  | 29.0% | 28.8% | 29.5% | 30.7% | 29.0% | 28.3% | 29.6% | 30.0% | 28.9%     |       |
| ④-1) 正味金融資産高収益率 | 9.3%  | 8.3%  | 7.1%  | 6.5%  | 7.6%  | 7.1%  | 6.7%  | 4.9%  | 9.0%      |       |
| 合計              | 38.3% | 37.1% | 36.6% | 37.2% | 36.6% | 35.4% | 36.3% | 34.9% | 38.0%     |       |
| ④-2) 負のレバレッジ効果  | 13.3% | 12.1% | 10.7% | 7.8%  | 7.5%  | 7.5%  | 5.5%  | 5.3%  | 14.5%     |       |
| ④-2) 正味金融資産低収益率 | 48.4% | 50.7% | 52.7% | 55.0% | 55.9% | 57.0% | 58.3% | 59.8% | 47.5%     |       |
| 合計              | 61.7% | 62.9% | 63.4% | 62.8% | 63.4% | 64.6% | 63.7% | 65.1% | 62.0%     |       |



〔図表23 正味金融負債（資産）の損益の状況〕

|                   | i) 費用発生 (NBR $\geq$ 0)                | ii) 収益発生 (NBR<0)                       |
|-------------------|---------------------------------------|--|
| ㉠正味金融負債<br>⇔NFO>0 | ㉠-i) 正味金融負債から金融費用が発生している：①⑦⑧          | ㉠-ii) 正味金融負債があるにもかかわらず、金融収益が発生している：②③⑨ |
| ㉡正味金融資産<br>⇔NFO<0 | ㉡-i) 正味金融資産があるにもかかわらず、金融費用が発生している：⑥⑪⑫ | ㉡-ii) 正味金融資産から金融収益が発生している：④⑤⑩          |

### 3-4-1-3 正味金融負債（資産）の状況

以上の議論から明らかなように、日本企業の正味金融負債（資産）の状況は非常に独特であり、その変化が金融負債レバレッジ効果の変化の主要因となっているようである。そこで、ここでは正味金融負債（資産）の状況に注目し、その趨勢の分析を試みた。

正味金融負債、もしくは、正味金融資産が費用を生ぜしめているか、もしくは、収益を上げているかで分類すると、論理的には〔図表23〕で示される、4つの可能性が存在する。金融負債（資産）に関して、各企業をこの4つのどのカテゴリーに属しているかで分類し、その比率の趨勢を示したものが〔図表24〕である。

まず、正味金融負債が存在するグループ（㉠-iと㉠-ii）に注目すると、〔図表17〕でも同様の状況を見て取れたことではあるが、2001年当初はこのグループが多数派で、55.5%を占めているが、2004年には少数派に転落し、その後も減少し続け、2018年には35.3%となっている。この変化の主たる要因は、正味金融負債があり、かつ、金融費用が生じている企業（㉠-i）の減少による。

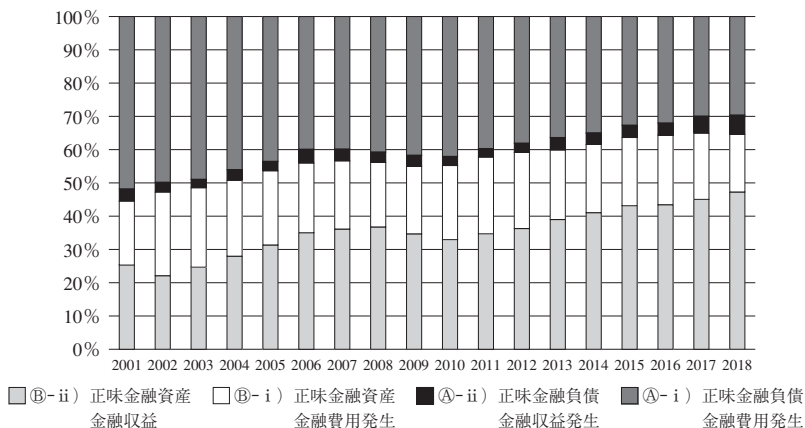
一方、正味金融資産を保有するグループ（㉡-iと㉡-ii）の増加は、主として、正味金融資産があり、かつ、金融収益が発生している企業（㉡-i）の増加が原因となっており、正味金融負債があり、費用が生じている企業

〔図表24 正味金融負債（資産）の状況別の分布〕

|                        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ④-i) 正味金融負債<br>金融費用発生  | 52.1% | 50.5% | 49.3% | 46.4% | 43.4% | 40.5% | 40.3% | 41.2% | 42.4% | 42.5% |
| ④-ii) 正味金融負債<br>金融収益発生 | 3.5%  | 2.3%  | 2.0%  | 2.7%  | 3.3%  | 3.5%  | 3.0%  | 2.7%  | 2.6%  | 2.1%  |
| 合計                     | 55.5% | 52.8% | 51.3% | 49.1% | 46.6% | 44.0% | 43.3% | 43.9% | 45.0% | 44.6% |
| ③-i) 正味金融資産<br>金融費用発生  | 19.2% | 25.4% | 24.3% | 23.1% | 22.3% | 21.3% | 20.8% | 19.6% | 20.6% | 22.5% |
| ③-ii) 正味金融資産<br>金融収益発生 | 25.2% | 21.8% | 24.4% | 27.8% | 31.1% | 34.7% | 35.9% | 36.5% | 34.4% | 32.8% |
| 合計                     | 44.5% | 47.2% | 48.7% | 50.9% | 53.4% | 56.0% | 56.7% | 56.1% | 55.0% | 55.4% |

|                        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| ④-i) 正味金融負債<br>金融費用発生  | 39.9% | 38.4% | 36.8% | 35.5% | 32.9% | 32.3% | 30.6% | 30.0% | 40.3%     |
| ④-ii) 正味金融負債<br>金融収益発生 | 2.4%  | 2.6%  | 3.4%  | 3.0%  | 3.7%  | 3.5%  | 4.5%  | 5.4%  | 3.1%      |
| 合計                     | 42.3% | 41.0% | 40.2% | 38.5% | 36.5% | 35.8% | 35.1% | 35.3% | 43.4%     |
| ③-i) 正味金融資産<br>金融費用発生  | 23.4% | 22.9% | 21.1% | 20.7% | 20.6% | 21.0% | 20.2% | 17.8% | 21.5%     |
| ③-ii) 正味金融資産<br>金融収益発生 | 34.3% | 36.1% | 38.7% | 40.8% | 42.9% | 43.2% | 44.7% | 46.8% | 35.1%     |
| 合計                     | 57.7% | 59.0% | 59.8% | 61.5% | 63.5% | 64.2% | 64.9% | 64.7% | 56.6%     |



（④-i）の減少分を，ちょうど相殺する形で増加している。

ここでの分析で明らかになった驚くべき点は，正味金融資産を保有しながら



ら、金融費用を負担している企業（B-i）が全期間を通じて20%程度存在することである。金融費用が発生していることは金融負債の存在を含意しており、正味金融資産が存在することは、それ以上の金融資産を有していることを意味している。つまり、この種の企業は、金融負債をすべて返済しても、なお金融資産を保有できるにもかかわらず、そうせずにいることになり、いわば、費用を負担しながら「無理に借入を継続している」企業であるとも考えられる。一見不合理に見えるこのような企業行動に対する考察は後述することとするが、このタイプの企業が、ここ20年間、日本企業の20%を占めているという事実は大いに注目すべきであると考えられる。

### 3-4-2 企業規模別にみた金融負債レバレッジ効果の趨勢

金融負債レバレッジ効果に関して、3-3-3で明らかにされたもう1つのポイントは、加重平均と中央値、単純平均の趨勢が相違している点（3-3-3の要約Ⅱ）である。このことは、金融負債レバレッジ効果発生のあり方が企業規模によって違っている可能性が高いことを含意している。ここではその状況の詳細を確認するため、総資産を企業規模の尺度として、企業規模別に金融負債レバレッジ効果の状況<sup>(42)</sup>を分析することを試みた。

各年のデータに関して、総資産の大きさによって順位付けし、それを8つのグループに分け、それぞれの年の各グループの金融負債レバレッジ効果の中央値、加重平均、単純平均を求めたものが、〔図表25〕<sup>(43)</sup>に示されている。この表から、より規模が大きい企業の方が、より大きな金融負債レバレッジ

(42) 〔図表16〕において、加重平均は、ROTE-RONAの分母となるNOAとEQの積によってウェイト付けされている。したがって、加重平均と中央値や単純平均の差が規模によるものであると考える場合、「規模」とは、厳密にはこれを指している。ここでは、NOAとEQの積は一般的に企業の規模を含意していると考え、より一般的な尺度である、総資産を規模の指標として用いて分析を進めていく。

(43) 〔図表25〕に関しては、紙幅の関係で隔年ごとの統計数値を示している。

〔図表25 規模別（総資産で8分割）の金融負債レバレッジ効果の趨勢〕

〔中央値〕

|         | 2002  | 2004  | 2006  | 2008  | 2010  | 2012  | 2014  | 2016  | 2018  | 全期間   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 第1分位 最大 | -0.4% | 0.3%  | 0.0%  | 0.0%  | -0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.3% | 0.1%  | -0.1% |
| 第2分位    | -0.7% | -0.2% | -0.4% | -0.5% | -0.4% | -0.6% | -0.7% | -1.0% | -1.2% | -0.6% |
| 第3分位    | -0.5% | -0.3% | -0.7% | -0.7% | -0.5% | -0.7% | -1.1% | -1.1% | -1.5% | -0.7% |
| 第4分位    | -0.6% | -0.5% | -0.5% | -0.7% | -0.5% | -0.6% | -1.1% | -1.5% | -1.9% | -0.8% |
| 第5分位    | -0.5% | -0.5% | -0.5% | -0.6% | -0.3% | -0.6% | -0.9% | -1.1% | -1.3% | -0.6% |
| 第6分位    | -0.8% | -0.7% | -1.1% | -0.9% | -0.5% | -0.4% | -0.8% | -0.9% | -1.6% | -0.8% |
| 第7分位    | -0.5% | -0.6% | -0.7% | -0.6% | -0.7% | -1.2% | -1.1% | -1.2% | -1.4% | -0.8% |
| 第8分位 最小 | -1.3% | -1.5% | -1.4% | -0.7% | -1.5% | -1.9% | -2.1% | -3.1% | -4.0% | -1.5% |

〔加重平均値〕

|         | 2002  | 2004  | 2006  | 2008  | 2010  | 2012  | 2014  | 2016  | 2018  | 全期間   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 第1分位 最大 | -0.9% | 1.2%  | 1.0%  | 0.8%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.9%  | 0.6%  | 1.0%  | 0.7%  |
| 第2分位    | -0.5% | -0.1% | -0.7% | -0.6% | -0.5% | -1.0% | -1.3% | -1.6% | -1.7% | -0.7% |
| 第3分位    | -0.5% | -0.4% | -0.8% | -0.7% | -0.8% | -1.2% | -1.9% | -1.8% | -2.1% | -0.9% |
| 第4分位    | -0.4% | -0.7% | -0.8% | -0.8% | -0.8% | -1.2% | -1.5% | -1.9% | -2.3% | -1.0% |
| 第5分位    | -0.5% | -0.5% | -0.7% | -0.5% | -0.6% | -1.3% | -1.3% | -1.5% | -1.9% | -0.8% |
| 第6分位    | -0.5% | -0.7% | -0.7% | -0.5% | -0.7% | -0.9% | -1.4% | -1.5% | -2.1% | -0.8% |
| 第7分位    | -0.4% | -0.5% | -0.6% | -0.4% | -0.6% | -1.6% | -2.1% | -2.1% | -2.3% | -0.8% |
| 第8分位 最小 | -0.3% | -0.5% | -1.0% | 3.1%  | 0.5%  | -1.8% | -3.4% | -2.1% | -3.0% | -0.4% |

〔単純平均値〕

|         | 2002  | 2004  | 2006  | 2008  | 2010  | 2012  | 2014  | 2016  | 2018   | 全期間   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 第1分位 最大 | -3.1% | -1.7% | -2.6% | -1.7% | -1.9% | -2.3% | -2.5% | -2.5% | -2.4%  | -2.3% |
| 第2分位    | -3.7% | -1.2% | -2.7% | -2.3% | -2.0% | -3.0% | -2.6% | -3.2% | -3.6%  | -2.8% |
| 第3分位    | -3.2% | -1.5% | -3.8% | -3.6% | -1.8% | -2.4% | -3.5% | -4.0% | -5.0%  | -3.1% |
| 第4分位    | -3.0% | -1.4% | -2.1% | -2.1% | -2.2% | -2.5% | -2.8% | -3.7% | -5.4%  | -2.9% |
| 第5分位    | -3.0% | -2.7% | -2.9% | -2.8% | -2.3% | -2.9% | -3.0% | -4.2% | -5.4%  | -3.2% |
| 第6分位    | -3.7% | -4.5% | -7.9% | -5.0% | -2.8% | -2.9% | -4.6% | -3.5% | -7.1%  | -4.4% |
| 第7分位    | -3.6% | -2.9% | -4.8% | -4.4% | -3.8% | -4.9% | -7.1% | -6.4% | -7.5%  | -5.0% |
| 第8分位 最小 | -6.5% | -8.2% | -9.2% | -3.3% | -7.2% | -7.9% | -8.7% | -9.9% | -12.5% | -7.2% |

効果を享受していることが見て取れるだろう。例えば、中央値の趨勢に注目すると、最大規模のカテゴリーでは、全ての年において、全体の最大値となっているのに対し、最小規模のカテゴリーは最小値となっている。また、各年のその間のカテゴリーに関しても、おおむね、順位が下がるにしたがって、金融負債レバレッジ効果が小さくなる傾向があることが明らかであろう。ま

〔図表26 規模別グループの（総資産で2分割）の金融負債レバレッジ効果の趨勢〕

〔中央値〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 上位 1/8 | 0.0%  | -0.4% | -0.3% | 0.3%  | 0.3%  | 0.0%  | -0.1% | 0.0%  | -0.3%     | -0.2% |
| 下位     | -0.6% | -0.7% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | -0.7% | -0.6% | -0.7% | -0.7%     | -0.5% |
|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| 上位 1/8 | 0.0%  | -0.2% | -0.3% | -0.1% | -0.4% | -0.3% | -0.1% | 0.1%  | -0.1%     |       |
| 下位     | -0.7% | -0.7% | -0.9% | -1.1% | -1.1% | -1.2% | -1.4% | -1.6% | -0.8%     |       |

〔加重平均〕

|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 上位 1/8 | 1.0%  | -0.9% | 0.5%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.0%  | 0.6%  | 0.8%  | -0.5%     | 0.1%  |
| 下位     | -0.4% | -0.5% | -0.5% | -0.4% | -0.6% | -0.8% | -0.9% | -0.7% | -0.4%     | -0.7% |
|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| 上位 1/8 | 0.3%  | 0.0%  | 0.2%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.8%  | 1.0%  | 0.7%      |       |
| 下位     | -1.1% | -1.1% | -1.2% | -1.5% | -1.5% | -1.7% | -1.9% | -1.9% | -0.8%     |       |

〔単純平均〕

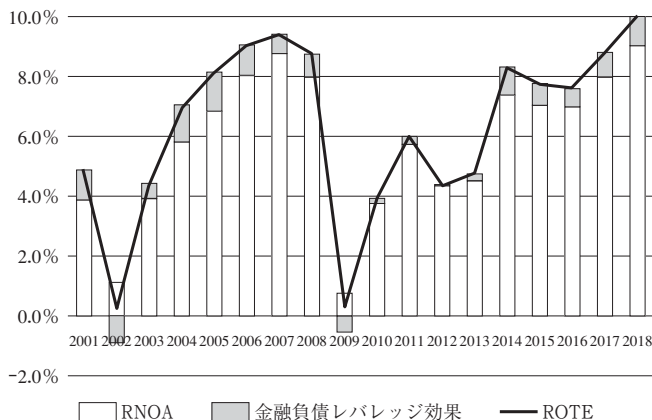
|        | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009      | 2010  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|
| 上位 1/8 | -1.7% | -3.1% | -2.4% | -1.7% | -1.6% | -2.6% | -2.1% | -1.7% | -3.6%     | -1.9% |
| 下位     | -2.5% | -3.8% | -3.6% | -3.2% | -3.3% | -4.7% | -3.3% | -3.4% | -3.9%     | -3.1% |
|        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2001～2018 |       |
| 上位 1/8 | -2.0% | -2.3% | -2.6% | -2.5% | -2.7% | -2.5% | -3.0% | -2.4% | 0.7%      |       |
| 下位     | -3.4% | -3.7% | -4.7% | -4.6% | -4.8% | -4.9% | -6.0% | -6.6% | -0.8%     |       |

た、加重平均の趨勢に注目すると、最大規模のカテゴリーは、基本的には正の金融負債レバレッジ効果が生じているのに対し、その他のカテゴリーはほぼすべてのグループ・期間において負の金融負債レバレッジ効果が生じている。

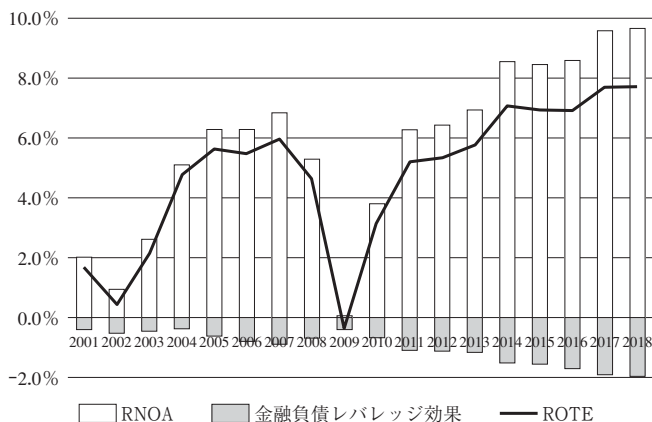
そこで、規模別の効果をよりシンプルに分析するため、総資産額上位8分の1の企業（以下、上位企業と呼ぶ）とそれ以下の企業（下位企業）に分けて分析を進めることとした。〔図表26〕に両グループの金融負債レバレッジ効果の趨勢が示されている。〔図表25〕に基づく上記の考察からも予想されることであるが、両グループの状況は明らかに相違しており、下位企業のグ

〔図表27 ２つのグループの純資産利益率の内訳の趨勢〕

上位企業のグループ



下位企業のグループ



ループにおいては大きな負の金融負債レバレッジ効果が生じているのに対し、上位企業の方はそのような傾向がより希薄であることが見て取れるだろう。特に、変数間の関係がそのまま残る加重平均を用いて、純資産利益率を正味営業資産利益率と金融負債レバレッジ効果に分解して、これらの趨勢を示し

た〔図表27〕を見ると、両グループ間で全く状況が相違していることが明らかであろう。下位グループに関しては、終始一貫して負の金融負債レバレッジ効果が生じている。これに対して、上位グループにおいては、正味営業資産利益率が極端に低かった2002年と2009年には負の金融負債レバレッジ効果が生じているが、他の全ての年に関しては正の金融負債レバレッジ効果が生じている。

(4式) が含意するように、金融負債レバレッジ効果は主として正味営業資産利益率(RNOA)と金融負債レバレッジの状況によって規定されることになる。〔図表27〕には正味営業資産利益率の趨勢も示されているが、これを見ると両グループの間に極端な相違がなく、ほぼ同様の形で推移していることが見て取れる。<sup>(44)</sup>つまり、上位企業と下位企業の金融負債レバレッジ効果の相違は、正味営業資産利益率の差が原因となっているのではなく、金融負債レバレッジ、すなわち、資本構成の差によって生じていることが予想されるのである。

(以下次号)

---

(44) 両グループの正味営業資産利益率を子細に比較すると、2010年までは上位グループが、それ以降は下位グループが若干高くなっているようである。分析期間全体の加重平均の平均値は、上位グループが5.9%、下位グループが5.8%とほぼ同様の数値となっていた。また、中央値や単純平均に関して両グループの趨勢を比較しても、加重平均の場合とほぼ同様であった。分析期間全体でみると、中央値に関しては上位グループが5.9%、下位グループが5.8%、単純平均に関しては、上位グループが7.6%、下位グループが6.9%であった。