

日本企業の ROE と財務政策 (3)

馬 場 大 治
山 口 聖
若 林 公 美

3-4-3 金融負債レバレッジ効果の背景の規模別の分析

前節の分析から、企業規模によって金融負債レバレッジ効果の発生の状況が、極端に相違していることが確認された。ここでは、その背景を 3-4-1 で行われた分析と同様の形で詳細に調べることを試みた。すなわち、レバレッジ効果の正負の詳細 (3-4-1-2) や正味金融負債の状況 (3-4-1-3) に関して、資産額上位 8 分の 1 に属する上位企業のグループとそれ以外の下位企業のグループにわけ、両者の相違を確認した。

両グループに関して、3-4-1-2 の〔図表22〕と同様、金融負債レバレッジ効果発生の状況によって企業を 4 つのカテゴリーに分類し、各年のそれらの分布の趨勢を示したのが〔図表28〕である。まず、金融負債レバレッジ効果の正負について注目すると、前節の議論から予想されるように、正のレバレッジ効果が発生している企業 (A-1 と B-1) の比率は、全期間を通じて上位グループの方が、かなりの程度高くなっている。上位グループでは年別にみて半数前後の企業が正のレバレッジ効果を享受しているのに対し、下位グループではそれが 3 割半ばにとどまっている。上位グループにおいては、正のレバレッジ効果が生じている企業のほとんどにおいて、正味金融負債が存在し、それにより正のレバレッジ効果が発生している (A-1) ようである。

これに対して、下位グループに関しては、正味金融資産を保有しながら、

日本企業のROEと財務政策（3）（馬場大治・山口聖・若林公美）

〔図表28 規模別グループの金融負債レバレッジ効果発生の状況の趨勢〕

〔上位企業グループ〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
㊸-1) 正のレバレッジ効果	44.7%	34.1%	40.6%	50.6%	50.2%	47.3%	46.4%	45.9%	29.8%	40.3%
㊸-1) 正味金融資産高収益率	4.7%	7.9%	5.0%	4.0%	2.9%	2.8%	3.2%	3.7%	11.2%	5.3%
合計	49.4%	42.0%	45.6%	54.6%	53.1%	50.1%	49.7%	49.5%	41.0%	45.6%
㊸-2) 負のレバレッジ効果	23.2%	30.8%	19.5%	8.1%	5.8%	6.6%	5.5%	8.4%	28.9%	18.2%
㊸-2) 正味金融資産低収益率	27.4%	27.2%	34.8%	37.3%	41.1%	43.3%	44.8%	42.0%	30.1%	36.2%
合計	50.6%	58.0%	54.4%	45.4%	46.9%	49.9%	50.3%	50.5%	59.0%	54.4%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018
㊸-1) 正のレバレッジ効果	46.7%	43.0%	42.6%	46.5%	43.2%	44.9%	45.9%	48.9%	44.0%
㊸-1) 正味金融資産高収益率	3.7%	3.8%	3.3%	1.5%	2.2%	2.5%	3.2%	2.6%	4.3%
合計	50.4%	46.8%	45.8%	48.0%	45.4%	47.3%	49.0%	51.5%	48.3%
㊸-2) 負のレバレッジ効果	9.6%	12.8%	12.1%	7.3%	5.9%	5.9%	3.4%	2.3%	12.3%
㊸-2) 正味金融資産低収益率	40.0%	40.5%	42.1%	44.8%	48.6%	46.8%	47.6%	46.2%	40.5%
合計	49.6%	53.3%	54.2%	52.0%	54.6%	52.7%	51.0%	48.5%	52.8%

〔下位企業グループ〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
㊸-1) 正のレバレッジ効果	25.4%	21.7%	26.8%	32.0%	32.1%	29.0%	29.4%	26.4%	18.1%	24.7%
㊸-1) 正味金融資産高収益率	10.8%	12.7%	10.3%	7.1%	7.5%	9.7%	9.3%	11.9%	18.9%	13.2%
合計	36.2%	34.4%	37.1%	39.1%	39.6%	38.7%	38.8%	38.4%	37.0%	37.9%
㊸-2) 負のレバレッジ効果	28.3%	29.3%	23.3%	15.7%	13.3%	13.6%	12.6%	15.9%	24.9%	17.9%
㊸-2) 正味金融資産低収益率	35.5%	36.3%	39.6%	45.1%	47.2%	47.7%	48.6%	45.7%	38.1%	44.2%
合計	63.8%	65.6%	62.9%	60.9%	60.4%	61.3%	61.2%	61.6%	63.0%	62.1%

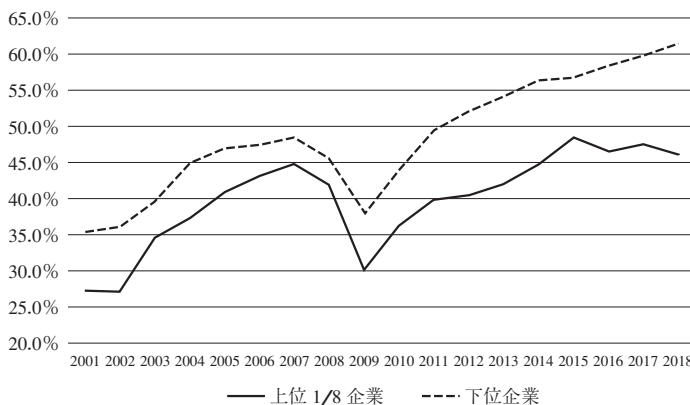
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018
㊸-1) 正のレバレッジ効果	26.5%	26.8%	27.6%	28.4%	27.0%	25.9%	27.3%	27.3%	26.8%
㊸-1) 正味金融資産高収益率	10.1%	9.0%	7.6%	7.2%	8.4%	7.8%	7.2%	5.2%	9.8%
合計	36.6%	35.7%	35.2%	35.7%	35.4%	33.7%	34.4%	32.6%	36.6%
㊸-2) 負のレバレッジ効果	13.8%	12.1%	10.5%	7.9%	7.7%	7.8%	5.8%	5.8%	14.8%
㊸-2) 正味金融資産低収益率	49.6%	52.2%	54.2%	56.5%	56.9%	58.5%	59.8%	61.7%	48.6%
合計	63.4%	64.3%	64.8%	64.3%	64.6%	66.3%	65.6%	67.4%	63.4%

それが正味営業資産利益率を下回る利益率しか上げられていないことによって負の金融負債レバレッジ効果が発生している企業 (㊸-2) の比率の趨勢が興味深い。負の金融負債レバレッジ効果が発生している企業の比率は6割強で比較的安定しているが、その中でこの状況の企業の比率は分析期間を通じて増加してきている。つまり、正味金融資産の低収益率により負の金融負債レバレッジ効果発生している企業は、2001年では下位企業全体の35.5%であったのが、その後上昇を続け、2018年には61.7%に達している。

このカテゴリーに属する企業 (㊸-2) の比率の上位・下位の各グループでの趨勢を示しているのが、〔図表29〕である。これを見ると、その比率の水準は明らかに下位グループの方が高くなっているが、その増減傾向は、2015年までは、ほぼ同様である。ところが、2016年以降に注目すると、下位グループではこの種の企業の比率は、上昇傾向を続けているのに対して、上位グループでは下降傾向に転じている。

続いて、3-4-1-3の〔図表24〕と同様、正味金融負債（資産）の状況によっ

〔図表29 正味金融資産の利益率が正味営業資産の利益率より低いいため負の金融レバレッジ効果が生じている企業 (㊸-1) の比率〕



日本企業のROEと財務政策（3）（馬場大治・山口聖・若林公美）

〔図表30 規模別グループの正味金融負債（資産）の状況の趨勢〕

〔上位企業グループ〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
㊸-i) 正味金融負債 金融費用発生	65.1%	62.6%	58.4%	55.3%	50.5%	47.0%	46.9%	48.6%	53.1%	54.9%
㊸-ii) 正味金融負債 金融収益発生	2.8%	2.3%	1.8%	3.5%	5.6%	6.9%	5.1%	5.7%	5.6%	3.6%
合計	67.9%	64.9%	60.2%	58.8%	56.0%	53.9%	52.0%	54.3%	58.7%	58.5%
㊹-i) 正味金融資産 金融費用発生	10.1%	17.6%	18.5%	16.0%	11.8%	11.8%	12.0%	11.0%	13.3%	15.6%
㊹-ii) 正味金融資産 金融収益発生	22.1%	17.6%	21.3%	25.2%	32.1%	34.3%	36.0%	34.7%	28.0%	25.9%
合計	32.1%	35.1%	39.8%	41.2%	44.0%	46.1%	48.0%	45.7%	41.3%	41.5%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018	
㊸-i) 正味金融負債 金融費用発生	52.1%	50.3%	47.9%	47.5%	43.0%	42.9%	39.3%	38.7%	50.5%	
㊸-ii) 正味金融負債 金融収益発生	4.2%	5.5%	6.8%	6.3%	6.2%	7.8%	10.0%	12.5%	5.8%	
合計	56.3%	55.8%	54.7%	53.8%	49.1%	50.7%	49.3%	51.1%	56.2%	
㊹-i) 正味金融資産 金融費用発生	16.2%	14.5%	14.9%	10.5%	10.9%	8.3%	9.2%	7.2%	13.2%	
㊹-ii) 正味金融資産 金融収益発生	27.5%	29.8%	30.5%	35.8%	40.0%	40.9%	41.5%	41.6%	31.6%	
合計	43.7%	44.3%	45.3%	46.3%	50.9%	49.3%	50.7%	48.9%	44.8%	

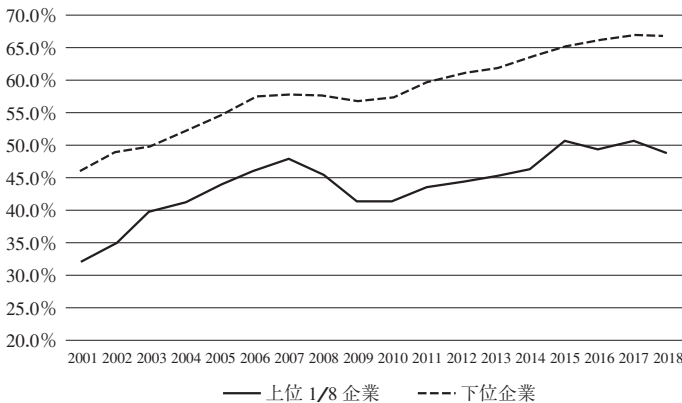
〔下位企業グループ〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
㊸-i) 正味金融負債 金融費用発生	50.2%	48.8%	48.0%	45.2%	42.3%	39.6%	39.3%	40.1%	40.8%	40.8%
㊸-ii) 正味金融負債 金融収益発生	3.6%	2.3%	2.0%	2.6%	3.0%	3.0%	2.7%	2.3%	2.2%	1.9%
合計	53.7%	51.1%	50.1%	47.7%	45.3%	42.6%	42.0%	42.4%	43.1%	42.6%
㊹-i) 正味金融資産 金融費用発生	20.6%	26.5%	25.1%	24.1%	23.8%	22.6%	22.0%	20.9%	21.7%	23.6%
㊹-ii) 正味金融資産 金融収益発生	25.7%	22.4%	24.8%	28.1%	30.9%	34.8%	35.9%	36.7%	35.3%	33.8%
合計	46.3%	48.9%	49.9%	52.3%	54.7%	57.4%	58.0%	57.6%	56.9%	57.4%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018	
㊸-i) 正味金融負債 金融費用発生	38.2%	36.7%	35.2%	33.8%	31.4%	30.8%	29.3%	28.7%	38.9%	
㊸-ii) 正味金融負債 金融収益発生	2.1%	2.1%	2.9%	2.5%	3.3%	2.9%	3.7%	4.3%	2.7%	
合計	40.3%	38.9%	38.1%	36.3%	34.7%	33.7%	33.0%	33.1%	41.6%	
㊹-i) 正味金融資産 金融費用発生	24.4%	24.2%	22.0%	22.1%	22.0%	22.8%	21.8%	19.4%	22.8%	
㊹-ii) 正味金融資産 金融収益発生	35.3%	37.0%	39.9%	41.5%	43.3%	43.5%	45.2%	47.6%	35.6%	
合計	59.7%	61.1%	61.9%	63.7%	65.3%	66.3%	67.0%	66.9%	58.4%	

て企業を4つのカテゴリーに分類し、各年のそれらの分布の趨勢を示したのが〔図表30〕である。まず、正味金融資産を保有している企業（㊸-iと㊸-ii）の比率に注目すると、下位グループの方が明らかにその比率は高く、さらに、上位グループとの差は拡大傾向にある。上位グループでは、分析期間のスタート時点である2001年には32.1%であったのが、2018年には48.9%へと16.8%ポイント上昇している。これに対して、下位グループでは、2001年には46.3%であったのが、2018年には66.9%へと、20.6%ポイント上昇している。また、このデータをグラフ化した〔図表31〕を見れば明らかなように、下位グループではこの種の企業の比率は、近年も増加し続けているのに対し、上位グループでは2015年以降、増加傾向は止まり、むしろ、若干ではあるが減少傾向となっている。

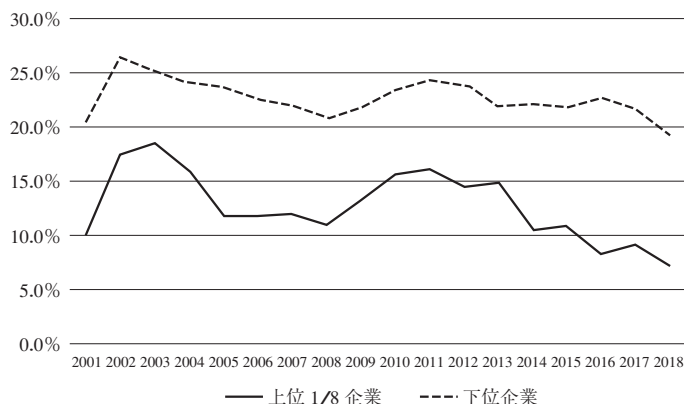
さらに、個別のカテゴリーに注目すると、金融費用が発生しながら正味金融資産を保有している企業（㊸-i）の比率の趨勢が興味深い。上述のように、このような企業は、いわば、無理に金融負債を保持している、⁽⁴⁵⁾ 一見、不

〔図表31 正味金融資産を保有している企業（㊸-iと㊸-ii）の比率〕



(45) 正味金融費用が正であることは、正の金融費用が存在することを必然的に含意する。金融費用の主たるものは、支払利子であることが予想されるので、正味金融

〔図表32 金融費用が生じながら正味金融資産を保有している企業（②-ii）の比率〕

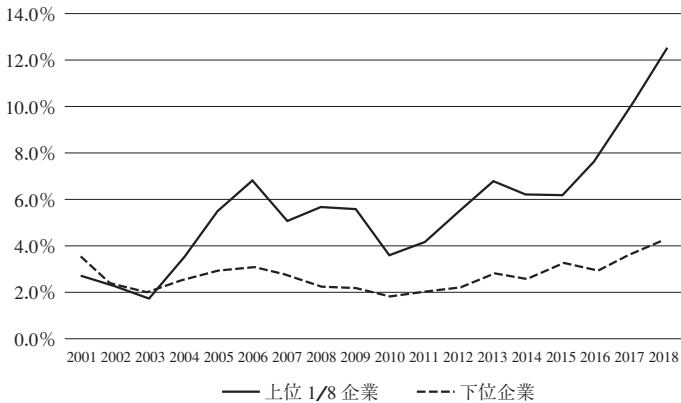


合理にも見える行動をとっており、日本企業でこれがかなりの比率で存在することは驚くべきことであった。ここでの分析で明らかになったことは、これらの企業の比率が、下位企業の方がかなり高いことである。上位グループにおいて、このカテゴリーに属する企業は、全期間をとると13.2%であるの

費用が正である企業には有利子の金融負債が存在すると考えられる。ところが、〔付録〕にあるように、実際の分析において金融費用（FE）は、支払利子・割引料の他に、有価証券売却損や有価証券評価損が加えられて計算されている。その結果、金融収益を上回る金融費用の存在は、有価証券売却損や有価証券評価損の存在による可能性もあるため、正味金融費用の存在により、単純に金融負債が存在すると主張するのは早計にすぎるといえよう。

そのため、正味金融資産がありながら正味金融費用が生じているサンプル（②-i）に関して、金融費用の詳細を確認したが、これに占める支払利子・割引料の比率は、全期間で、中央値、加重平均、単純平均の順に、それぞれ100.0%、73.8%、63.9%であり、予想通り金融費用の大部分を支払利子・割引料が占めていた。さらに特筆すべきは、このカテゴリーに属する企業に関して、支払利子・割引料が正のものは99.0%を占め、ほぼ全てのサンプルがこれに該当していた。つまり、正味金融資産を保有しながら、正味金融費用が生じているカテゴリーに属する企業を、有利子の金融負債が存在する企業とみなして分析を進めても、問題がないことが確認された。

〔図表33 正味金融負債がありながら金融収益が生じている企業 (A-ii) の比率〕



に対し、下位グループにおいては22.8%となっている。さらに、その趨勢をグラフ化した〔図表32〕から明らかなように、これらの企業は、近年、減少傾向にはあるが、その程度は上位企業の方がより強くなっており、2018年においては下位企業では19.4%であるのに対し、上位グループでは7.2%にまで減少している。

同様に、正味金融負債を有しながら金融収益が生じているカテゴリー (A-ii) の状況も注目に値する。これらの企業は、常識的に予想される通り比較的少数派であるが、両グループの趨勢は、明らかに相違している。〔図表33〕に示されるように、2001年当初は両グループで大きな差はないが、近年、にわかにはその差が拡大しはじめ、上位企業のグループでは、12.5%に達し、下位企業のグループの3倍近くとなっている。

3-5 営業活動の分析

3-5-1 営業レバレッジ効果

本節で依拠している財務分析においては、3-4 まで焦点を当ててきた金融

活動のみならず、営業活動にも注目して分析を行うことができる。3-2で示したように、ROEは正味営業資産利益率（RNOA）と金融レバレッジ効果（ROE-RNOA）に分解することが可能であったが、同様に、正味営業資産利益率（RNOA）も営業資産全体に対する収益率である営業資産利益率（ROOA）と営業負債によって生じる、営業レバレッジ効果（RNOA-ROOA）に分解できる。

〔図表10〕に示されているように、営業資産（OA）は、正味営業資産（NOA）と営業負債（OL）から構成される。正味営業資産が稼得した収益は正味営業収益（NOI）であるので、営業負債の部分が稼得した収益、すなわち、営業負債の提供者に帰属する収益が把握できると、今までの議論と同様の形で、営業負債の利用によるレバレッジ効果を分離し、変数間の関係を明らかにすることができる。

ところが、主として買掛金や未払費用からなる営業負債は、金融負債のように明示的な利子支払いは発生せず、その費用の大きさを直接的に把握することはできない。一方、その提供者は、その間に資金を提供したことに対する機会費用を負担しており、仕入価格等の各種の費用にこれを転嫁する形で、その代償を得ているものと考えられる。そこで、営業負債に関する暗黙の利子率（ oi ）を仮定し、それだけの費用が発生していると考えることにより、分析を進めることができる。

このように考えると、営業資産全体が稼得した収益は、正味営業収益と営業負債に対して暗黙に発生している費用（ $OL \times oi$ ）の合計と考えられる。したがって、営業資産利益率は以下のように定義できる。

$$ROOA = \frac{NOI + OL \times oi}{OA}$$

さらに、正味営業資産に対して営業負債を利用している程度、すなわち、営業レバレッジ（OLLEV）を以下のように定義する。

$$OLLEV = \frac{OL}{NOA}$$

この時、正味営業資産利益率は、営業資産利益率に対して、営業負債を用いていることによるレバレッジ効果が加えられたものであると理解できる。したがって、(1式)、(3式)、(4式)を導いたのと同様の論理により、以下の関係を導くことができる。

$$RNOA = ROOA + (ROOA - oi) \times OLLEV \quad (6式)$$

つまり、正味営業資産利益率は営業資産利益率と営業レバレッジによるその増分 $((ROOA - oi) \times OLLEV)$ 、すなわち、営業レバレッジ効果 $(RNOA - ROOA)$ に分割されたのである。

3-5-2 営業資産利益率と営業レバレッジ効果の趨勢

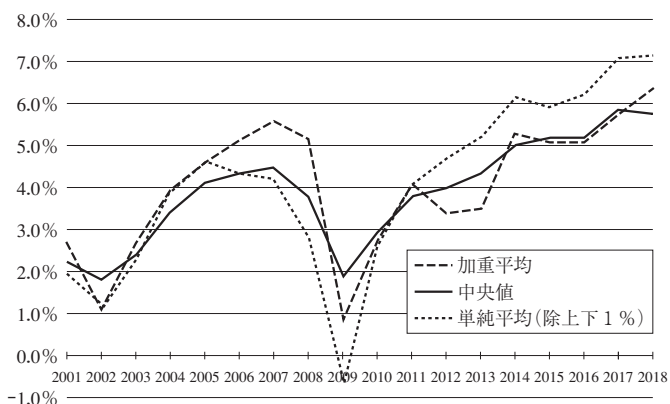
このようにして求められる営業資産利益率の趨勢を示したものが、〔図表34〕である。ただし、上述の議論のように、営業資産利益率を求めるためには営業負債の暗黙の利率を仮定する必要があるが、本稿では、分析期間の短期プライムレートを参考に、これを一律1%と仮定して計算している⁽⁴⁶⁾。

〔図表34〕に示されているように、営業資産利益率の趨勢は、ROEの趨勢〔図表3〕や正味営業資産利益率の趨勢〔図表12〕とほぼ同様の傾向を示しており、これらの資本の収益性を示す指標の変化の主たる要因が営業活動における資本の収益性を示す営業資産利益率であることが理解できる。

(46) Penman (2003) や Lundholm et.al. (2012) では、営業負債の暗黙の利率は各年ごとの1年の税引き後利率に基づいて、計算が行われている。日本においては、2001年3月から2018年3月の間、短期プライムレートの最頻値が1.375%から1.875%の間で推移している（出所は日本銀行のホームページ。https://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/prime/prime.htm/）。本稿では、この間の短期プライムレートの変化の幅が0.5%程度であり、これに税率40%程度の節税効果を勘案すると、全期間を1%程度であるとみなし得ると判断し、そう仮定して分析を進めた。

〔図表34 営業資産利益率（ROA）の趨勢〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中央値	2.2%	1.8%	2.4%	3.4%	4.1%	4.3%	4.5%	3.8%	1.8%	2.9%
加重平均	2.7%	1.1%	2.7%	4.0%	4.6%	5.2%	5.6%	5.1%	0.8%	2.8%
単純平均	1.9%	1.2%	2.3%	4.0%	4.7%	4.3%	4.2%	2.7%	-0.7%	2.6%
正のサンプル	75.3%	70.4%	78.8%	86.5%	87.7%	84.6%	85.9%	81.2%	65.0%	78.3%
上昇サンプル		35.7%	53.8%	62.9%	56.2%	48.1%	47.9%	36.3%	25.0%	61.2%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018	
中央値	3.8%	4.0%	4.3%	5.0%	5.2%	5.2%	5.8%	5.7%	3.8%	
加重平均	4.1%	3.4%	3.5%	5.3%	5.1%	5.1%	5.7%	6.4%	4.2%	
単純平均	4.0%	4.7%	5.2%	6.1%	5.9%	6.2%	7.1%	7.2%	4.1%	
正のサンプル	85.1%	86.2%	87.8%	90.4%	89.0%	89.1%	90.8%	92.8%	83.5%	
上昇サンプル	56.9%	50.0%	55.7%	57.6%	49.6%	51.0%	57.0%	53.7%		

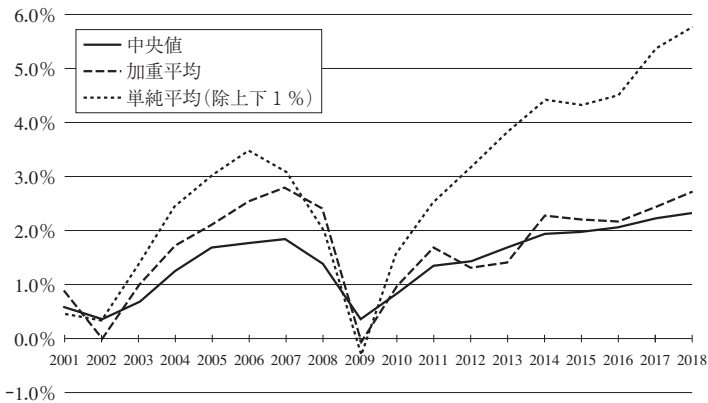


ただし、正味営業資産利益率は営業資産利益率よりも数%ポイント高い数値で推移しており、営業負債の利用による正の営業レバレッジ効果が、一般的に生じているようである。

そのように予想される営業レバレッジ効果（RNOA－ROOA）の趨勢を示したのが、〔図表35〕である。上述の正味営業資産利益率と営業資産利益率の趨勢の比較から予想される通り、極端に営業資産利益率が低い2002年と2009年を除き、正の営業レバレッジ効果が生じている状況が一般的であるよ

〔図表35 営業負債レバレッジ効果 (RNOA-ROA) の趨勢〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中央値	0.6%	0.4%	0.7%	1.3%	1.7%	1.8%	1.9%	1.4%	0.3%	0.9%
加重平均	0.9%	0.0%	1.0%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	2.4%	-0.1%	1.0%
単純平均	0.5%	0.4%	1.4%	2.5%	3.1%	3.5%	3.1%	2.0%	-0.3%	1.6%
正のサンプル	67.8%	62.2%	71.7%	83.1%	84.6%	81.2%	83.0%	77.8%	59.1%	73.4%
上昇サンプル		36.8%	52.8%	61.4%	55.1%	47.6%	47.2%	33.3%	23.9%	60.2%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018	
中央値	1.4%	1.4%	1.7%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	1.4%	
加重平均	1.7%	1.3%	1.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.5%	2.8%	1.8%	
単純平均	2.5%	3.2%	3.9%	4.4%	4.3%	4.5%	5.5%	5.8%	2.9%	
正のサンプル	80.8%	82.7%	84.6%	87.6%	86.3%	86.0%	88.5%	90.5%	79.4%	
上昇サンプル	57.5%	50.6%	54.5%	56.9%	49.8%	49.7%	54.3%	54.8%		



うだ。営業負債が負になることがないため、金融負債レバレッジのように営業レバレッジは負になることがない。そのため、営業レバレッジ効果が負になるのは、営業資産利益率が営業負債の暗黙の利率を下回る時のみであり、当然のことながらそのような極端な状況が、通常は生じていないことをこの結果は示しているといえよう。ただし、4割以上の企業においてこれが負となっている2009年においては、それらの企業の営業資産利益率が営業負債の暗黙の利率として仮定された1%を下回っていたことになる。

営業レバレッジ効果の趨勢に関して興味深いのは、中央値や加重平均と比べて、単純平均が、例外的な数年を除いて、かなりの程度大きな数値で推移していることである。これに対して、〔図表34〕に示されている営業資産利益率に関しては、このような極端な相違はみられない。（6式）が含意するように、営業負債レバレッジ効果の大きさは、営業資産利益率と営業レバレッジに依存するため、営業レバレッジ効果に関するこのような傾向が生じていることの原因は、営業レバレッジにあると予想される。なお、単純平均が中央値や加重平均より大きい状況は、極端に大きな値まで裾が長い形でサンプルが分布しており、かつ、そのタイプのサンプルはより規模が小さい企業に多い可能性が高いことを意味するだろう。

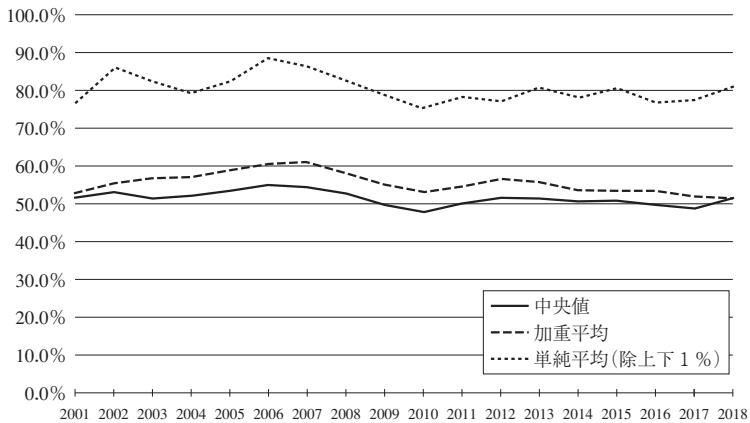
続いて、営業負債の利用の程度を示す営業レバレッジ（OLLEV）の趨勢を示したのが〔図表36〕である。期間を通じて、中央値と加重平均が50%台、単純平均では80%前後で推移しており、明らかに単純平均が他よりも高い水準となっている。上記のように、営業負債レバレッジ効果に関して、単純平均が他よりもより高い水準で推移しているが、その原因が、予想通り営業レバレッジの状況にあることが、これで確認できたといえよう。

この営業レバレッジの趨勢を〔図表17〕に示されている金融負債の利用の程度を表す金融負債レバレッジの趨勢と比較すると、ともに「負債」であるにもかかわらず、両者の状況は極端に相違していることが見て取れよう。つまり、金融負債レバレッジが一貫して下降傾向にあり、中央値や単純平均に関しては、分析期間の間に正負の逆転まで生じている。これに対して、営業レバレッジは、期間を通じて、ほぼ安定して推移している。先述のように、営業負債は事業活動遂行の過程で生じる負債であり、その利用の程度は、企業の戦略的な意思よりも、その事業の特性や慣習に依存する側面が強い⁽⁴⁷⁾。こ

(47) ただし、営業負債を減らし、貸借対照表を圧縮することにより資本利用の効率性を高めることを目的として、現金決済を奨励するといった形で営業レバレッジの

〔図表36 営業レバレッジ (OLLEV) の趨勢〕

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中央値	52.4%	53.3%	51.6%	52.7%	53.9%	55.2%	54.7%	52.8%	50.0%	48.2%
加重平均	53.1%	55.8%	57.0%	57.5%	59.4%	60.9%	61.3%	58.4%	55.0%	53.3%
単純平均	77.1%	86.1%	82.5%	79.7%	82.7%	88.8%	86.6%	82.8%	79.0%	75.5%
上昇サンプル		49.2%	38.5%	53.2%	56.3%	55.5%	51.0%	37.1%	33.6%	42.1%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2001～2018	
中央値	50.4%	51.7%	51.5%	50.7%	51.2%	49.8%	49.0%	51.8%	51.7%	
加重平均	55.0%	56.9%	55.9%	53.7%	53.6%	53.4%	52.1%	51.7%	55.5%	
単純平均	78.6%	77.8%	80.7%	78.4%	80.7%	77.2%	77.5%	81.2%	80.7%	
上昇サンプル	60.3%	57.6%	48.9%	48.9%	52.8%	44.1%	46.4%	54.8%		



れに対して、金融負債の利用（もしくは、金融資産の保有）の程度は、事業を遂行するための資本調達やペイアウトにあたっての戦略的な意思決定に起因する部分が大いと考えられる。営業レバレッジと金融負債レバレッジの趨勢におけるその変化の程度の相違は、このような両負債の性質の差を反映していると考えられよう。

あり方を戦略的に意思決定する可能性が存在することはいうまでもない。本節で明らかになったことは、そのようなことの影響は、分析期間において全上場企業の趨勢として明示的に確認され得るほどではなかったことである。

ただし、1977年から2007年を分析期間とする村宮（2010）では、この期間全体の日本企業に関して、営業レバレッジの単純平均が118%、中央値が71%と報告されており、〔図表36〕に示される状況より、相当程度、営業レバレッジが高水準であったことが報告されている。村宮（2010）が、本稿の分析期間よりかなり以前の期間を分析期間に含んでいることを勘案すると、より長期的には、日本企業の営業レバレッジは、下降傾向にあるといえるのかもしれない。⁽⁴⁸⁾

3-5-3 営業資産利益率の分解

2-2においてROEの分析に用いられたデュボンシステムと同様の方法を用いて、営業資産利益率の背後の状況を分析することができる。つまり、売上高（SALE）を用いて、営業資産利益率（ROOA）を下のように分解することができる。

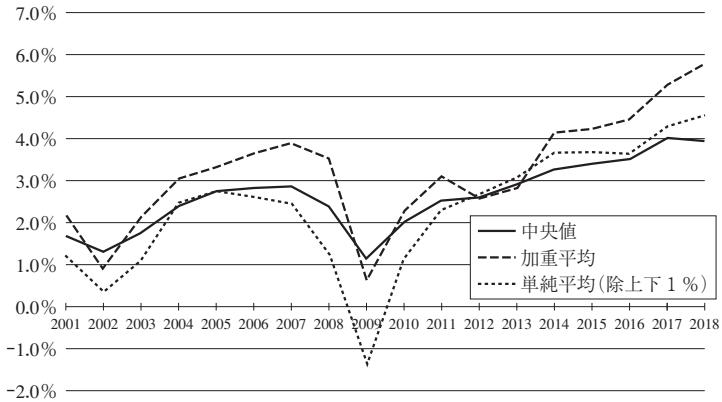
$$\begin{aligned}
 \text{ROOA} &= \frac{\text{営業資産が稼得した収益}}{\text{営業資産}} \\
 &= \frac{\text{営業資産が稼得した収益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{営業資産}} \\
 &= \frac{\text{NOI} + \text{OL} \times \text{oi}}{\text{SALE}} \times \frac{\text{SALE}}{\text{OA}} \\
 &= \boxed{\frac{\text{売上高営業}}{\text{活動利益率}}} \times \boxed{\frac{\text{営業資産}}{\text{回転率}}}
 \end{aligned}$$

この両者の趨勢を示したのが、〔図表37〕である。まず、売上高営業活動利益率の趨勢（〔図表37〕（1））をみると、ROEやRNOA等の各種の利益率

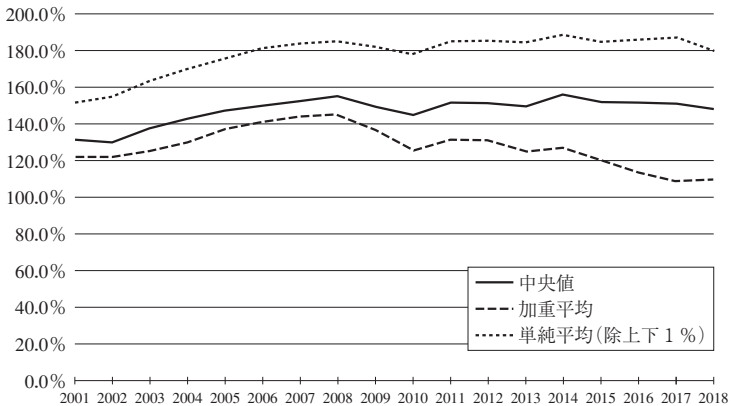
(48) Nissim and Penman (2003) では、1963年から2001年のアメリカ企業のデータを用いた分析において、営業レバレッジの単純平均が44.4%、中央値が34.6%であったことが報告されている。このことを〔図表36〕や村宮（2010）の分析結果を比較すると、日本企業の方がアメリカ企業よりも相当程度、営業負債の利用が多いと判断してもよいようである。

〔図表37 売上高営業活動利益率と営業資産回転率の趨勢〕

(1) 売上高営業活動利益率



(2) 営業資産回転率



の趨勢と同様の傾向が示されており、景気動向等に左右される企業の収益性の本体が売上高営業利益率であることが示唆される。

一方、営業資産回転率の趨勢（〔図表37〕(2)）を見ると、加重平均のみ近年やや下降傾向を示しているが、中央値で140%から150%、単純平均で160%から180%、加重平均で110%から120%程度で、おおむね安定して推移し

ている。ただし、営業資産回転率に関しても、営業レバレッジと同様、他と比べて単純平均が、相当程度、高い水準で推移しているようである。⁽⁴⁹⁾

3-6 若干の計量的分析

本節の最後に、金融負債レバレッジ効果と営業レバレッジ効果に関して、それぞれの変数間の相関関係を確認することを試みた。それぞれの変数間について、年ごとに相関係数を求め、分析期間全体の平均を求めた結果が〔図表38〕に示されている。なお、3-4で金融負債レバレッジ等との関係が確認された企業規模にも注目するため、規模を示す変数として、総資産と売上高の対数（それぞれ、LNASSET、LNSALE）も分析に加えている。⁽⁵⁰⁾

まず、左上の太枠で囲まれた金融負債レバレッジ効果に注目する。金融負債レバレッジ効果の大きさ（ROTE-RNOA）は、（4式）が含意するように、以下の形で示される。

$$\text{金融負債レバレッジ効果} : (\text{RNOA} - \text{NBR}) \times \text{FDLEV}$$

つまり、金融負債レバレッジ効果の大きさは、正味金融資産利益率（RNOA）、正味金融資産費用率（NBR）、金融負債レバレッジ（FDLEV）に依存していることになる。

まず、金融負債レバレッジに注目すると、これと金融負債レバレッジ効果

(49) 単純平均に関して、営業レバレッジと営業資産回転率の両者で他と比べて高い水準にあることは、営業レバレッジが高く、かつ、営業資産回転率が高いタイプの企業が、比較的小規模企業に多い可能性を示している。このようなタイプの企業として、商業やサービス業が該当しているのかもしれない。

(50) 自己資本以外の純資産レバレッジ効果（ROE-ROTE）に関しては、3-3-2でも論じられたように、その影響が非常に小さく、純資産利益率をROEとほぼ同様であるとみなして、ここでの分析の対象から除いている。〔図表38〕において、ROEと純資産利益率（ROTE）の相関係数が1.00であり、また、他の変数との相関係数が、両者ともほぼ同様であることが示されているが、これらのことは上記の判断と整合的であるといえよう。

〔図表38 各変数間の相関係数*〕

	ROE	ROTE	金融負債レバレッジ効果				営業レバレッジ効果			企業規模	
			RNOA	ROTE-RNOA	FDLEV	NBR	ROOA	RNOA-ROOA	OLLEV	ASSETLN	SALELN
ROE		1.00	0.85	0.01	0.00	-0.04	0.86	0.79	0.04	0.08	0.15
ROTE	1.00		0.86	0.00	0.00	-0.02	0.87	0.79	0.04	0.09	0.16
RNOA	0.69	0.70		-0.41	-0.39	-0.19	0.97	0.95	0.18	0.02	0.08
ROTE-RNOA	0.13	0.11	-0.59		0.56	0.25	-0.35	-0.42	-0.21	0.09	0.09
FDLEV	-0.08	-0.08	-0.24	0.21		0.48	-0.33	-0.41	-0.29	0.15	0.16
NBR	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.01		-0.17	-0.19	-0.12	0.08	0.06
ROOA	0.73	0.74	0.91	-0.44	-0.20	0.00		0.86	0.00	0.01	0.04
RNOA-ROOA	0.52	0.53	0.91	-0.64	-0.23	0.00	0.65		0.39	0.05	0.13
OLLEV	0.04	0.04	0.22	-0.26	-0.23	0.00	0.01	0.39		0.07	0.19
ASSETLN	0.09	0.09	0.01	0.08	0.15	0.00	0.02	-0.01	0.04		0.94
SALELN	0.13	0.14	0.06	0.07	0.13	0.00	0.06	0.04	0.12	0.95	

* 対角線の左下が⁸ Pearson の相関係数, 右上が⁸ Spearman の順位相関係数を示している。
2001年から2018年の各年の相関係数を求め、その平均値を示している。

との相関関係は、明らかに正となっている（Pearson の相関係数：0.21，Spearman の順位相関係数：0.56）。3-4-1-2 で論じられているように、金融負債レバレッジの増加がより大きなレバレッジ効果を生ぜしめるのは、正味金融負債が存在し、正味営業資産利益率がその費用率を上回っている場合か、正味金融資産が存在し、その収益率が正味営業資産利益率を下回っている場合であった⁽⁵¹⁾。〔図表22〕に示されているように、分析期間の日本企業において、そのタイプの企業が多数派であり（それぞれ、〔図表22〕の㉠-1 と㉠-2 に該当し、全期間で合計84.5%）、この結果は、これらのことを反映していると考えられよう。

これに対して、金融負債レバレッジ効果と正味営業資産利益率の間に関しては、明らかな負の相関関係が示されている（Pearson の相関係数：-0.59，Spearman の順位相関係数：-0.41）。金融負債レバレッジは正にも負にもなる可能性があり、これが負の場合は、正味営業資産利益率がより大きくなれば、金融負債レバレッジ効果はより小さくなる。日本企業においては、〔図

(51) 後者の場合は、金融負債レバレッジがより大きくなることは、正味営業資産よりも収益性の低い金融資産が減少することを含意する。

表17] に示されているように、このタイプのサンプルが全期間で6割近くを占めており、この結果は、このことの影響が表れているのかもしれない。さらに、より注目すべき点として、正味営業資産利益率と金融負債レバレッジの相関関係が負である点があげられよう。[図表38]を見ると、これらの間には明らかな負の相関関係が示されており（Pearsonの相関係数：-0.24，Spearmanの順位相関係数：-0.39），正味営業資産利益率が大きいほど、金融負債レバレッジが小さく、そして、場合によっては負になる傾向があり、その結果、金融負債レバレッジ効果がより小さくなる傾向が生じていると考えられる。

正味営業資産利益率と金融負債レバレッジのこのような関係は、Nissim and Penman（2003）や村宮（2010）でも報告されているようであるが、資本構成論における通説と相反する発見事実である⁽⁵²⁾。つまり、資本構成の問題に関するコーポレートファイナンス理論の通説であると考えられる、いわゆる、トレード・オフ理論によると、より収益性が高く、債務不履行の可能性の低い企業は、節税効果をより多く享受するべく、負債利用はより多くなるとされる。これに対して、現実には観察される正味金融資産利益率と金融負債レバレッジの関係は、まったく逆の状況であることが示されている。つまり、企業の資本構成決定において、従来の議論では説明できない要因が存在することがこの結果から示唆されたことになり、まことに興味深い⁽⁵³⁾。

(52) 村宮（2010）は、1977年1月から2007年3月の非金融業の企業を対象とし、正味金融資産利益率と金融レバレッジのSpearmanの順位相関係数が-0.44であったことを報告している。また、Nissim and Penman（2003）では、1963年から2001年のアメリカ記号のデータを用いた分析において、この両者のPearsonの相関係数が-0.31、Spearmanの順位相関係数：-0.45であったことが報告されている。なお、Nissim and Penman（2003）では、いくつかの過去の実証研究を引き合いに出し、同様の報告が行われていることを指摘している。このように、この現象は、国や時期を超えて、一般的な現象であるようである。

(53) Nissim and Penman（2003）では、このような現象に対し、企業の資本構成は部分的には事後的な現象（ex post phenomenon）であり、より収益性が高い企業は、

また、正味金融負債費用率 (NBR) に注目すると、Spearman の順位相関係数に関しては、正味営業資産利益率とは負、金融負債レバレッジとは正になっており、事業の収益性がより低く、金融負債レバレッジがより高い企業において、金融負債費用率がより高くなっている。⁽⁵⁴⁾ところが、Pearson の相関係数に注目すると、相関係数はどちらもほぼゼロであり、両係数では矛盾した結果となっている。⁽⁵⁵⁾

続いて、金融負債レバレッジ効果に関して、(4式)や各変数の定義が含意する以外の外生的な諸変数に関して注目する。まず、3-4-1-2で確認された、金融負債レバレッジ (FDLEV) と企業規模との関係に関しては、ここでも両者に正の相関関係が見られ、より大規模企業の方が金融負債レバレッジがより高くなる傾向があることが、明瞭に示されている。つまり、金融負債レバレッジと総資産額の自然対数 (LNASSET) の相関係数は、Pearson, Spearman の順に、0.15, 0.15であり、3-4-3の分析と整合的な結果となっている。さらに、売上高の自然対数 (LNSALE) との相関係数は、それぞれ 0.13, 0.16であり、売上高を規模の尺度としても、同様の相関関係が見られている。

さらに、金融負債レバレッジと営業レバレッジ (OLLEV) の間の関係も非常に興味深い。金融負債レバレッジと営業レバレッジの相関係数は、Pearson, Spearman の順に、-0.23, -0.29であり、両者の間には明らかに負

より多くのフリーキャッシュフローが生み出されるため、それを用いて、負債を減らし、金融資産を取得した結果であると解釈している。

(54) 正味金融負債費用率との Spearman の順位相関係数に関しては、村宮 (2010) では、正味営業資産利益率、金融レバレッジの順に、-0.10, 0.38, Nissim and Penman (2003) では、-0.09, 0.25と〔図表38〕とほぼ同様の結果が得られている。

(55) 〔図表36〕の結果ほど極端ではないが、Nissim and Penman (2003) では、金融負債費用率と正味営業資産利益率、金融レバレッジの Pearson の相関係数は、それぞれ、-0.06, 0.06であり、Spearman の順位相関係数と比べて、その絶対値はかなりの程度に小さくなっている。

〔図表39 金融負債レバレッジ（FDLEV）を被説明変数とする重回帰分析の結果*〕

被説明変数	FDLEV		FDLEV		FDLEV	
	(1)		(2)		(3)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
切片	0.758	9.4	0.731	9.20	0.664	8.35
RNOA	-0.914	-42.63	-0.775	-35.08	-0.799	-36.10
LNASSET	0.055	20.29	0.063	23.41	—	—
LNSALE	—	—	—	—	0.068	25.48
OLLEV	—	—	-0.177	-37.65	-0.183	-38.85
Adj.R2	0.158		0.178		0.180	
サンプル数	56,112		55,351		55,351	

*表に示されている変数だけでなく、データの年と業種（東証33業種）に関するダミー変数も、コントロール変数として、説明変数に加えた重回帰分析の結果である。

の相関関係が存在する。その含意については、最後の節で若干検討するが、同様の状況にあることは、Nissim and Penman (2003) や村宮 (2010) においても報告されており⁽⁵⁶⁾、これも一般的な現象のようである。

このように、金融負債の利用（金融資産の保存）の程度を示す金融負債レバレッジは、定義上生じる相関関係の他に、いくつかの変数と明瞭な相関関係が見られ、それらによって外生的に規定されている可能性が示された。ただし、これらの変数間にも、少なからぬ相関関係が見られるため、それぞれが独立に金融負債レバレッジの規定因になっていることを確認するべく、重回帰分析を行った。金融負債レバレッジを被説明変数として、上記の分析で金融負債レバレッジとの間に高い相関関係が見られた正味営業資産利益率、規模の指標として総資産（売上高）の対数、営業レバレッジを説明変数として、重回帰分析を行った結果が、〔図表39〕に示されている。図表から明ら

(56) 金融負債レバレッジと営業レバレッジの相関係数に関して、Nissim and Penman (2003) では、Pearson, Spearman の順に、-0.27, -0.31, 村宮 (2010) では、後者が-0.32であったことが報告されている。

かなように、これらの諸変数の全ての係数は、上記の議論と整合的な形で有意な結果となっており、それぞれが独立して金融負債レバレッジと関係していることが見て取れるだろう。

さて、[図表38]に戻って、右下の太枠で囲まれた営業レバレッジ効果に注目しよう。営業レバレッジ効果の大きさ (RNOA-ROOA) は、(6式) が含意するように、以下の形で示される。

$$\text{営業レバレッジ効果} : (\text{ROOA} - \text{oi}) \times \text{OLLEV}$$

まず、営業レバレッジ効果と営業レバレッジ (OLLEV) の関係を見ると、両者の間には強い正の相関関係が見られる (Pearson の相関係数: 0.39, Spearman の順位相関係数: 0.39)。営業レバレッジは負になることがなく、それが大きいことがより大きな営業レバレッジ効果を生ぜしめるのは、営業資産利益率が営業負債に対して暗黙裡に生じている利率 (oi) を上回っているケースのみである。[図表35] に示されているように、このタイプの企業は全期間を通じての平均で、79.4%を占めており、このことはこの結果と整合的であるといえよう。

また、営業資産利益率 (ROOA) と営業レバレッジ効果の間は、金融負債レバレッジ効果のケースとは違い、明らかな正の相関関係が見られる (Pearson の相関係数: 0.65, Spearman の順位相関係数: 0.86)。このことは、営業レバレッジが負になることがないことと、金融負債レバレッジ効果と違って、営業レバレッジと営業資産利益率の間に相関関係がほとんど見られない (Pearson の相関係数: 0.01, Spearman の順位相関係数: 0.00) ことに起因していると考えられよう。

また、営業負債レバレッジと企業規模の關係に注目すると、金融負債レバレッジと同様、こちらも少なからぬ正の相関関係が見られるようである。特に、売上高との相関関係が強く、営業レバレッジと総資産額の自然対数

日本企業のROEと財務政策（3）（馬場大治・山口聖・若林公美）

(LNASSET)の相関係数は、Pearson, Spearmanの順に、0.04, 0.12であったのに対し、売上高の自然対数(LNSALE)との相関係数は、それぞれ0.07, 0.19であった。

4. 結びに代えて

以上、いささか冗長な形で議論を進めてきたが、ここでは最後に1節で説明した問題意識に照らして、特にポイントとなる議論を要約し、若干、理論的な観点からのコメントを加えて、本稿の結びに代えることとする。

第1節で説明されているように、ROEは資本利用の効率性のみならず、企業の資本政策を反映した指標である。本稿は、2-1で示された、日本企業のROEそのものの実態を明らかにすることも意図しているが、むしろ、ROEの背景を分析することにより、近年の日本企業の財務政策の趨勢を明らかにすることに重点が置かれている。その際、Nissim and Penman (2001)等によって主張されている、営業活動と金融活動を区別した経営分析を採用した点に本稿の独自性があると考えている。そして、それによって明らかにされた事実を示し、伝統的な方法による分析結果より、より多くのインプリケーションが得られることを確認することにより、この経営分析手法の有効性を示すことも企図していた。

3節で示された営業活動と金融活動を区別した経営分析において示された日本企業の財務行動の状況は、2節で示されている伝統的な方法を用いた場合と比べて圧倒的に内容が豊富であることは、一見して明らかであろう。資本構成に関して、2-2のデュボンシステムや2-3のレバレッジ効果に注目した分析では、財務レバレッジ（〔図表5〕）やレバレッジ（〔図表9〕）の下降傾向があることは示されていたが、それは負債利用の「程度」の変化として理解されるにとどまっていた。

これに対して、かかる経営分析では金融活動を独立して分析することによ

り、[図表17] に示されているように、正味金融負債を利用する企業の比率が、2004年以降、過半数を下回り、その後もその比率が減少し続け、2018年には34.9%にまで下落していることが明らかにされた。つまり、かつては正味金融負債を利用している企業が多数派であったのが、正味金融資産を保有する企業が多数派へと変化したこと、つまり、金融負債の利用に関して程度の差を超えた、質的な変化が日本企業において生じていることが明らかにされたことになる。

このような変化を踏まえると、日本企業の資本構成の問題は、金融負債の利用の程度の問題ではなく、正味金融負債が存在するかどうかと、そうでない場合は、正味金融資産の収益性の問題として理解すべきであるということが認識される。その結果、3-4のような形で、資金調達源泉の分析、すなわち、資本政策の分析のみならず、正味金融資産の収益性の分析といった投資政策の分析も含んだ形で、金融活動の分析が進められた。

このように、かかる経営分析は、営業活動と金融活動という異質な行為を別々に分析の俎上に載せることにより、従来の分析手法と比べて、きわめて鮮明に企業の状況を示すことに成功しているといえよう。⁽⁵⁷⁾

長期資本調達、すなわち、営業活動を遂行するための資本調達的手段として、実質的に負債が利用されておらず、正味金融資産を保有している企業が多数派であるという状況は、コーポレート・ファイナンスの理論の常識、もしくはその議論の前提に反する、きわめて注目すべき状況である。最後に、

(57) 日本企業が多くの現金、特に、正味金融資産を保有しているという事実そのものは、他にも主張されている。例えば、柳(2015)では、ネットキャッシュ(=現金+有価証券-有利子負債)の比率の国際比較の形でこのことを示している。

これに対して、本稿で取り上げた営業活動と金融活動を区別した経営分析においては、ROEの背景の分析という、より一般的で、体系的な枠組みの中でこのことが明らかにされている。このように、ROEを中心に分析を進める過程で、従来、表面化しなかった財務政策の特徴が明らかにされた点が、この手法が総合的な経営分析の方法としての優れている点であると考えられよう。

日本企業において、このような「正味金融資産問題」ともいべき事態が起こっていること背景について、理論的な観点から若干考察し、コメントすることとしたい。

コーポレート・ファイナンスの理論では、企業の金融資産の保有に関しては、株主の利害と矛盾しないとの観点から、いくつかの理論的説明が行われている。金融資産を保有することは、ファイナンシャル・フレキシビリティを高め、新規資本調達に関わるコストを低減する効果があるとする議論がある⁽⁵⁸⁾。また、企業は各種の支払いを円滑に行うために一定の現金を保有する必要があることも周知の通りであろう⁽⁵⁹⁾。このように考えると、3-1で説明されている具体的な計算手順において、機械的に金融資産として取り扱われている現金・預金等は、その全てが金融資産であるというより、営業活動を遂行するために必要な営業資産のカテゴリーに入れられるべき部分も含まれていると考えられよう。

3-6で示されているように、金融負債レバレッジは営業レバレッジと強い負の相関関係が示されている。より多くの営業負債を有し、その結果、より多くの現金保有が必要であると考えられる状況において正味金融資産がより多く保有されていると、この結果を解釈することが可能であろう。つまり、金融レバレッジと営業レバレッジの間に強い負の相関関係があったことは、支払のための現金保有との観点での正味金融資産問題の説明と整合的な結果であるといえるだろう。

さらに、このような営業レバレッジと金融負債レバレッジの負の相関関係に注目すると、正味金融資産問題を次のように解釈することも可能かもしれ

(58) これはMyers and Majluf (2004) によって主張された、企業の資本調達の優先順位を説明した、ベッキング・オーダー理論と呼ばれる議論である。

(59) 砂川・川北・杉浦 (2008) では、このような支払準備のための現金保有を「狭義の運転資金」呼んでいる (2008年, P. 344)。

ない。企業にはそれぞれ、営業負債と金融負債の両者を合わせた、何らかの負債利用の最適点が存在すると仮定する。この時、事業の特性等の何らかの理由で営業負債を負債利用全体の最適点を超えて利用する必要がある企業が存在するかもしれない、そのような企業は正味金融資産（つまり、マイナスの負債）を保有することによって、多すぎる営業負債の利用を相殺し、負債利用の最適点を実現していると理解することも可能である。〔図表17〕に示されているように、この種の企業が日本企業の60%を超えているとは考えにくい、このように理解すると、正味金融資産問題を通説的なトレード・オフ理論と整合的な形で解釈できたことになる。

一方、企業の金融資産の保有を、株主の利益を阻害する可能性がある行為であるとの理解に立った議論も有力である。つまり、経営者と株主のエージェンシー問題の観点に立つと、正味金融資産は、まさしく、「フリーキャッシュフロー」であり、この問題を深刻化させる可能性をほらみ、かつ、その存在はこのことの帰結であると解釈される⁽⁶⁰⁾。資本コストを満たさない金融資産の保有は、それがペイアウトされた場合よりも、株主の富をより小さくする。半面、経営者はそれを保有することにより、倒産リスクを必要以上に削減することができ、さらには、資本コストを満たさないけれども、自らの効用を高める投資に、それをより容易に用いることができる。このような解釈に立つと、正味金融資産を保有している日本企業の多数派において、深刻なエージェンシー問題が発生している可能性が高いことになる。

たしかに、日本企業の資本コストの認識に関する問題は多くのところで指摘される⁽⁶¹⁾ところである。例えば、馬場（2016）では、2011年に実施された全

(60) これは、Jensen (1986) によって主張された、フリーキャッシュフロー仮説と呼ばれる議論である。

(61) 1節で説明しているように、「伊藤レポート」も、日本企業の資本コストに対する考え方に問題があるとの認識に立脚している。なお、日本企業の資本コストに対する認識の詳細やその他の実態調査結果に関しては、馬場（2016）や馬場・若林

上場企業の財務担当重役へのアンケート調査の結果として、株式の資本コスト・留保利益の資本コスト・投資政策の決定にあたって必要と考えられる収益率の3つの観点から資本コストに関する認識を質問し、その全てにおいてファイナンス理論と整合的な回答を行った企業が、全体では27.3%と少数派であったことが報告されている。このような日本企業の資本コストに対する理解の実態は、正味金融資産問題に対する株主と経営者のエージェンシー問題による説明と整合的であるといえるだろう。

さらに、3-4-2 や 3-4-3 で報告されている、大規模企業と小規模企業の間で正味金融資産を保有する企業の比率が相違している点も、エージェンシー問題による正味金融資産問題に対する説明と整合である可能性をはらんでいる。馬場（2016）では、上記のアンケート調査を分析し、売上高の上位8分の1の大規模企業のグループとそれ以下の小規模企業のグループに分けて集計し、小規模企業においては財務理論と整合的に回答している企業が19.1%に過ぎないのに対し、大規模企業のグループでは55.2%と多数派占め、資本コストに関する理解の状況が、企業規模によって相当程度違うことが報告されている。つまり、正味金融資産の保有状況と資本コストに関する認識の両者は、企業規模によって、上記の議論と整合的な形で相違しており、非常に興味深い⁽⁶²⁾。

また、正味金融資産問題は、銀行を中心とする債権者と株主との間のエージェンシー問題の存在を示唆している可能性もある。正味金融資産の保有は、

(2016) に詳しい。

(62) 通常、債権者と株主のエージェンシー問題は、債権者よりも株主の利害に沿って企業経営が行われる可能性があることによって生じる諸問題を指す用語である。それに対して、ここでは、株主よりも債権者の利害を重視して企業経営が行われる可能性に注目し、その結果生じる問題として、正味金融負債問題を理解することを意図しており、それを「債権者と株主のエージェンシー問題」という用語を用いて表現している。つまり、通常とは違う用語法になっていることに注意が必要である。

負債が存在する場合、その債務不履行の可能性をより小さくし、株主よりも債権者の利害に沿った企業行動であると解釈されうる。

実際、〔図表24〕で示されているように、日本企業の2割程度は、金融費用を負担しながら正味金融資産を保有している（〔図表24〕の㊸-1）。素朴に考えると、これらの企業は、負債の返済に利用できる金融資産を保有しながら、無理に借り入れを続けている企業である⁽⁶³⁾。このような企業行動の理由として、上述の営業資産としての金融資産の保有の動機が存在する可能性も否定できないが、「返したくても返せない関係」が債権者との間に存在する状況もあるかもしれない。従来、日本企業は金融機関と長期的な関係を結び、安定的な資金の提供を受けてきたとされる。ところが、企業側に十分な資金が蓄積され、金融機関からの資金の提供の必要がなくなっても、金融機関は資金提供の継続を望むケースもあるだろう。特に近年、マイナス金利等により経営環境が悪化している状況において、金融機関には、このような傾向がより強まっていると考えられる。その結果、借り入れの継続をめぐる、企業と金融機関の間で利害が対立することになるが、将来の借り入れの可能性や過去のいきさつ等により金融機関の方が立場強く、企業が不必要な借り入れを継続せざるをえないケースがあるかもしれない。企業と金融機関との力関係において、より企業規模が大きくなれば、金融機関に対してより強い立場で臨める可能性が高いと考えられよう。このように考えると、〔図表30〕で示されているように、正味金融資産を保有しながら借り入れを継続している企業が小規模企業においてより多いことは、このような状況が、金融機関に対して比較的立場が弱い小規模企業においてより多く発生していると考え

(63) 企業がこのような状況にある理由として、債務の償還期限とその返済のための原資が生じた時期のタイムラグがある可能性は存在する。しかしながら、20年近くの前調査期間において、そのような状況の企業が20%前後存在し続けているとは考えにくいだろう。

日本企業のROEと財務政策（3）（馬場大治・山口聖・若林公美）

⁽⁶⁴⁾
 ることもできよう。

以上、正味金融資産問題に対する理論的な観点からの仮説を提示してきたが、これらの議論が、さらなる検証が必要とされる「仮説の羅列」に過ぎないことはいうまでもない。しかしながら、営業活動と金融活動を区別した経営分析によって発見された日本企業の実態が、理論的な観点からも、多くの論点を含んだ極めて興味深いものであることは明らかであろう。このようなことから、かかる経営分析は、非常に優れた分析手法であると主張することはできるだろう。

〔付録：記号の定義*〕

初出の節	記号	名称・定義	計算方法（括弧の中は、Nikkei-FQのコード）
2-1	CSE	自己資本	自己資本(C11113)＝純資産(C01083)－新株予約権(C01103)－非支配株主持分(C01104)
	NI	親会社に帰属する当期純利益	親会社に帰属する当期純利益(D11145)
	ROE	自己資本利益率	NI/CSE
2-2	ASSET	総資産	総資産(B01110)
	SALE	売上高	売上高・営業収益(D01021)
2-3	ROA	総資産利益率	総資産が稼得した利益/ASSET
	r	総資産が稼得した利益 自己資本以外の使用 資産の収益率	親会社に帰属する当期純利益(D11145)＋支払利子・割引料(D01047)＋非支配株主に帰属する当期純利益(D01105) (支払利子・割引料＋非支配株主に帰属する当期純利益)/(ASSET－CSE)

(64) また、正味金融負債がありながら正味金融収益が生じている企業は、借り入れにあたって金融機関が求める利率以上でその運用に成功している企業であることになる。金融機関以上の高利回りで金融資産の運用を行われるためには、リスクや資金の運用能力を同じと仮定すると、金融機関が本来許容する利回りよりも低利率での貸し付け（場合によってはゼロ金利での貸し付け）が行われている場合であると考えられる。〔図表33〕に示されているように、そのような状況にある企業が、大規模企業のグループで近年急増していること背景にも、マイナス金利によって貸付先に苦慮する金融機関が、このような貸付を行わざるを得ない状況にあり、近年、より立場の強い大規模企業において、それがより多く生じていると考えることもできるかもしれない。

	LEV	レバレッジ	$(ASSET - CSE) / CSE$
	ROE -ROA	レバレッジ効果	$(ROA - r) \times LEV$
3-1	OA	営業資産	ASSET - FA
	FA	金融資産	現金・預金(B01022) + 有価証券(B01033) + 投資・その他の資産合計(B01084)
	OL	営業負債	負債合計(C01082) - FL
	FL	金融負債	長期金融負債 + 短期金融負債
		長期金融負債	長期借入金・社債・転換社債(C01058) + 非連結子会社関連会社長期借入金(C01063) + リース債務(C01064)
		短期金融負債	短期借入金・社債合計(C01026) + リース債務(C01035) + 未払金・未払費(C01036) + 未払賞与・給与(C01039) + 未払法人税等(C01040)
	NFO	正味金融負債	FL - FA
	FI	金融収益	受取利息・割引料・有価証券利息(D01032) + 受取配当金(D01033) + 有価証券売却益(D01034)
	FE	金融費用	支払利息・割引料(D01047) + 有価証券売却損(D01053) + 有価証券評価損(D01054)
	NFE	正味金融費用	$(1 - \text{限界税率}) \times (FE - FI)$
	NOA	正味営業資産	OA - OL
	EQ	純資産	純資産(C01083)
	OEQ	自己資本以外の純資産	EQ - CSE
	MI	OEQに帰属する当期純利益	非支配株主に帰属する当期純利益(D01105)
	NOI	正味営業収益	NI + NBC + MI
	RNOA	正味営業資産利益率	NOI / NOA
	RONOA	OEQの提供者の利益率	MI / OEQ
	FLEV	金融レバレッジ	$(NOA - CSE) / CSE = (NFO + OEQ) / CSE$
	ROE -RNOA	金融レバレッジ効果	$(RNOA - RONOA) \times FLEV$
3-3	ROTE	純資産利益率	$(NI + MI) / (CSE + OEQ) = (NI + MI) / EQ$
	FDLEV	金融負債レバレッジ	$NFO / (CSE + OEQ) = NFO / EQ$
	NBR	正味金融負債費用率	NFE / NFO
	ROTE -RNOA	金融負債レバレッジ効果	$(ROTE - RNOA) \times FDLEV$
	ROE -ROTE	自己資本以外の純資産レバレッジ効果	$(ROE - (MI / OEQ)) \times (OEQ / EQ)$
3-5	oi	営業負債に対して暗黙に生じている利率	節税効果も含めて1%と仮定
	ROOA	営業資産利益率	$(NOI + OL \times oi) / OA$
	OLLEV	営業レバレッジ	OL / NOA
	RNOA -ROOA	営業レバレッジ効果	$(ROOA - oi) \times OLLEV$
3-6	LNASSET	総資産の自然対数	$\ln(ASSET)$

LNSALE 売上高の自然対数 ln(SALE)

*日経 NEED-Financial Quest 項目を決定するにあたっては、Muramiya and Shiiba (2016) を特に参考にしている。

〔参考文献・引用文献〕

- Amir, E., I. Kama, and J. Livnat (2011) “Conditional versus unconditional persistence of RNOA components: implications for valuation,” *Review of Accounting Studies* 16 (2), pp. 302-327.
- Esplin, A., M. Hewitt, M. Plumlee, and T. L. Yohn (2014) “Disaggregating operating and financial activities: implications for forecasts of profitability”, *Review of Accounting Studies*, 19(1), pp. 328-362.
- Fairfield, P. M., and T. L. Yohn (2001) “Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability”, *Review of Accounting Studies* 6 (4), pp. 371-385.
- Jensen, M., (1986) “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review*, 76, pp 323-329.
- Lim, S. C. (2014) “The information content of disaggregated accounting profitability: operating activities versus financing activities,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43 (1), pp. 75-96.
- Lundholm, Russell J., George Serafeim and G. Yu (2012) “Fin around the world: the contribution of financing activity to profitability”, *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper*, No. 2113557.
- Myers, S., and N. Majluf (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 187-221.
- Nissim, Doron and Penman, Stephen H (2001) “Ratio analysis and equity valuation: from research to practice”, *Review of Accounting Studies*, 6, PP. 109-164.
- Nissim, Doron and Penman, Stephen H (2003) “Financial statement analysis of leverage and how it informs about profitability and price-to-book ratios”, *Review of Accounting Studies*, 8, PP. 531-560.
- Palepu, Krishna G., P. H. Paul M. and V. L. Bernard (2000) *Business analysis & valuation: using financial statements 2nd eds.*, South-Western College Publishing. (邦訳書 斎藤静樹監訳『企業分析入門 (第2版)』東京大学出版会, 2001年)
- Penman, Stephen H (2001) *Financial statement analysis and security valuation*, The-McGraw-Hill Companies, Inc. (邦訳書 杉本徳栄, 井上達男, 梶原昭友訳『財務諸表分析と企業評価』白桃書房, 2005年)
- Penman, Stephen H (2013) *Financial statement analysis and security valuation*, Fifth Edition, The-McGraw-Hill Companies, Inc. (邦訳書 荒田映子, 勝尾裕子, 木村晃訳)

- 『アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション 原書第5版』有斐閣、2018年) テキスト新版
- Soliman, M. T. (2008) “The use of DuPont analysis by market participants,” *The Accounting Review* 83 (3), pp. 823-853.
- ISS (2014) 「2014年日本向け議決権行使助言基準 (概要)」ISS。
- ISS (2015) 「2015年日本向け議決権行使助言基準 (概要)」ISS。
- 砂川伸行・川北英隆・杉浦秀徳 (2008) 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社。
- 砂川伸行・畠田敬・山口聖 (2006) 「ペイアウトと現金」証券アナリストジャーナル, 44 (7), 6-20頁。
- 伊藤邦夫 (2018) 『新・現代会計入門 第3版』日本経済新聞社。
- 伊藤邦夫 (2016) 「コーポレートガバナンス改革と会計の役割」商学論究, 63(3), 35-51頁。
- 太田浩司 (2004) 「残余利益モデルに基づく財務比率分析」, 証券アナリストジャーナル, 42 (4), 23-34頁。
- 太田康広 (2018) 『ビジネススクールで教える経営分析』日本経済新聞出版会。
- 乙政正太 (2019) 『財務諸表分析 第3版』同文館出版。
- 小野慎一郎・椎葉淳・村宮克彦 (2018) 「組替財務諸表に基づくROE予測の有効性」国民経済雑誌 218(1), 59-79頁。
- 経済産業省 (2014) 『「持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書』, 経済産業省。
- 榊原茂樹・菊池誠一・新井富雄・太田浩司 (2011) 『現代の財務管理 新版』有斐閣。
- 桜井久勝 (2017) 『財務諸表分析 第7版』中央経済社。
- 生命保険協会 (2019) 『生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について』, 生命保険協会。
- 田中慎一・保田隆明 (2019) 『コーポレートファイナンス 戦略と実践』ダイヤモンド社。
- 手島直樹 (2015) 『ROEが奪う競争力』日本経済新聞出版会。
- 仁科一彦 (1995) 『財務破壊:市場メカニズムの浸透と財務戦略』東洋経済新報社。
- 日本経済新聞 (2017) 「政府成長戦略, 企業の稼ぐ力に別指標「ROA」:ROEは万能か?」日本経済新聞, 2017年8月3日朝刊。
- 日本経済新聞 (1993) 「資本コストを意識した経営を」日本経済新聞, 1993年2月27日朝刊。
- 日本経済再生本部 (2017) 『未来投資戦略2017: Society 5.0の実現に向けた改革』内閣府。
- 馬場大治 (2016) 「日本企業の資本コスト概念」証券経済学会年報, 50, 391-54頁。
- 馬場大治・若林公美 (2016) 「日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景」甲南経営研究, 57(2), 85-121頁。

日本企業のROEと財務政策（3）（馬場大治・山口聖・若林公美）

- 福井義高（2015）「伊藤レポートはMM定理がお嫌い？」企業会計，67(5)，97-109頁。
- 古川浩一・蜂谷豊彦・中里宗敬（2006）『基礎からのコーポレート・ファイナンス 第3版』中央経済社。
- 古山徹（2018）「日本企業のROEの問題点についての研究」日本財務管理学会第46回春季全国大会，報告レジメ。
- 宮川壽夫（2015）「PBR 1倍の非対称性に見える日本企業の低ROE問題」証券アナリストジャーナル，53(6)，28-38頁。
- 村宮克彦（2010）「残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析」，桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析：モデルと会計情報の有用性検証』，中央経済社，230-269頁。
- Muramiya, Katsuhiko and Shiiba, Atsushi (2016) “What Moves Firm Values?”，第1回 JARDIS ワークショップ（県立広島大学），報告ドラフト。
- 山口聖（2016）「現金保有についての考察」甲南経営研究，32(1, 2)，108-122頁。
- 山口聖・馬場大治（2012）「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」経営財務研究，32(1, 2)，108-122頁。
- 柳 良平（2014）『ROE革命の財務戦略』，中央経済社。
- 渡辺茂（1994）『ROE革命：新時代の企業財務戦略』東洋経済新報社。