

公開研究会講演記録〈第 303 回 (2020. 1. 22)〉

「社会構造の変化と産業経営」 日本企業の「稼ぐ力」は高いのか？

立教大学経済学部会計ファイナンス学科准教授

米 谷 健 司

皆さん、こんばんは。立教大学の米谷と申します。今回は貴重な講演会の時間を設けていただきまして、ありがとうございます。

私はずっと財務会計を研究しております。財務会計の中でも、税効果会計とか税金の情報を使って、企業の実態のどのようなことが分かるのか。たとえば「税負担削減行動と実効税率」というのは、日本企業ではあまり問題にならないのですけれども、欧米の企業では税金をかなり積極的に節税する。脱税までいくと法的にアウトですので、そうならない合法的な範囲内で税金の費用を削減しようという行動が目立ってきて、それが国際的に問題だと指摘されています。スターバックス、アップル、フェイスブックなどの新興企業は軒並み、高い利益を上げているけれども、税金はあまり納めていない。それは社会的に問題ではないかということで、企業の税負担削減行動が会計研究のテーマになっています。私も日本企業のデータを使って、税金情報を分析する研究をしたりしています。

今日は「日本企業の『稼ぐ力』は高いのか？」というタイトルで、日ごろのいわゆるアカデミックな研究から少し離れて、幅広く日本企業の経営状態はいまどんな形に見てとれるのか、会計情報から見て資本市場を取り巻く現状がどうなっているのか、お話ししたいと思います。

(資料 1) わざわざ略歴を出したのには意図がありまして、一橋大学で学部、大学院と学んできましたが、指導教授は伊藤邦雄先生でした。一番下の『会計の再生』はバルーク・レブというニューヨーク大学の有名な先生とフェン・グーという方の共著で、伊藤先生が翻訳されたものです。

この原題は The End of Accounting ですから、会

計の終わり、会計の終焉になるのですが、終焉と言ってしまうと明日がないので、伊藤先生はレブたちの考えを斟酌して「再生」という言葉にしています。

バルーク・レブは、会計情報が資本市場においてどういう役割を果たすべきなのかを情報提供の観点から研究してきた人です。もちろん会計情報の役割は資本市場における情報提供だけではありません。株主と経営者の間あるいは債権者と株主の間における利害調整の役割もあります。しかし、レブは資本市場、特に株式市場の中で会計情報はどういう特性を帯びておくべきなのかということをやっと研究してきました。その人が「The End of Accounting, 会計はもう終わりだね」と言っているのは面白い。皆さんも関心があれば翻訳本を手にとっていただいて、「会計情報が資本市場の中で必要とされているのだけれども、それがなぜ終わりになるのか」、ちょっと考えてもらえればと思います。

今日のタイトルにある「稼ぐ力」というのはインパクトのある言葉です。いつごろから使われるようになったか考えてみると、2012 年 12 月 26 日に発足した第二次安倍内閣でアベノミクス（3本の矢）を打ち出した頃まで遡ります。この3本の矢を構成するのが、大胆な金融政策、機動的な財政出動、将来に向けての成長戦略ですが、「稼ぐ力」は成長戦略にかかわってくるものです。

成長戦略の道筋として「日本再興戦略」が2013年6月に閣議決定されましたが、その文書の冒頭に「20年以上も続いた経済の低迷は、あまりにも長すぎ、我が国経済社会に深刻な影響をもたらした。…」とあります。

1980年代後半にピークを迎えた企業の業績は、

バブル崩壊で株価は下がり、銀行の不良債権の問題もあって低迷して、2013年当時は「失われた20年」と言われていたわけですが、その後も下がり続けて「失われた30年」と言われ、これがもう普通なのではないかと言われるようになっていますが、とにかくなんとかしなければいけないということで、翌年2014年改訂の「日本再興戦略」の中で初めて「稼ぐ力」というのが出てきます。

この文書の中にも「稼ぐ力」はイコール収益性だと書いてありますが、単に収益性ではなく、あえてキャッチーな「稼ぐ力」という言葉を遣うことで強いメッセージを伝えたいという意図があったのかもしれませんが、日本企業の「稼ぐ力」を取り戻す。そのためには、生産性の向上、コーポレートガバナンスの強化、産業の新陳代謝の促進が大事だと言っています。

生産性の向上は、いま言われている働き方改革にも通ずるもので、いままで残業していたのを17時であがれるようにしよう。そのためには業務を効率的にしようということです。もちろんトヨタのように、トヨタ生産方式と呼ばれる優れた生産管理システムを構築して無駄のないやり方をしている企業もありますが、日本企業全体として見ると必ずしも生産性が高くない。「稼ぐ力」を取り戻すには生産性の向上が大事だし、働き方改革をしていく必要がある。学生の皆さんも会社を選ぶときに、ブラックだ、ホワイトだということだけでなく、いかに効率的に、インプットを小さく、アウトプットを最大にしている会社かという観点を持って会社を見てほしいと思います。

二つ目のコーポレートガバナンスは「企業統治」と訳されますが、企業を正しい方向に舵取りしていかなければいけない。日本は先進国として当然コーポレートガバナンスを構築していたはずですが、諸外国から見たときに、日本のスタンダードは必ずしも世界的なスタンダードではない。海外の方からもきちんとガバナンスが利いているねと評価される形を入れ、その実質が伴うようにしていかなければいけないというので、会社法の改正も含めて制度改革がいまもやられています。会計も広い意味でいえば規制という枠組みで考えられますので、コーポレートガバナンスの強化と会計あるいは監査の制度改革とは結びついているところがあるかなと思います。

三つ目の産業の新陳代謝の促進で当時言われていたのは開業率と廃業率のことです。開業は新規ベンチャーが事業を起こして新しく上場を目指していく、いま風にいえばスタートアップです。廃業は事業をやめる、あるいは誰かに売却することです。日本は欧米に比べて開業率も廃業率も低い。潰れる企業も少ないけれども、新しく生まれる企業も少ない。新陳代謝がよくない。それは時代が変わって産業構造が変わっていったときにうまくついていけないのではないかと。新陳代謝を促進させるための規制の緩和や法整備が必要ならば、それを後押ししていきましょう、というようなことが言われていました。

この2014年に言われていたことを、2015年、さらに2016年にも引き継いでいます。2017年からは「日本再興戦略」から「未来投資戦略」になり、ガバナンスの強化、金融市場の整備に焦点を当てて、「稼ぐ力」を制度面からバックアップしていこうという方向になっているようです。

（資料2）それでは実際の日本経済の流れはどうだったのか、TOPIXの時系列の推移を示しています。TOPIXは東証一部に上場している銘柄の指数です。日経平均は、日本を代表する225社の株価の単純平均をもとにした値です。日経平均がいま2万幾らになりましたよといっても、日本の企業全部の株価の平均ではなくて、代表する225社ですから、大企業か、小さいものであっても勢いのある企業をセレクトしている。TOPIXは東証一部に上場している企業の時価総額の加重平均をもとに算出するので、より日本の上場企業全体の状況を表していると言えます。

一番左が1997年、一番右が直近ですけれども、ご覧のように、山あり谷ありです。日本再興戦略の出た2013年ごろから株価は少しずつ上がって、一時ショックがあったけれども、なだらかに回復基調にある。

（資料3）日本企業の「稼ぐ力」は高いのかというのは諸外国と比べてということですから、主要国の名目GDPを見ています。一番高いのはアメリカで、約20兆ドルです。次いで急速な勢いで伸びているのは中国です。日本は赤い線で約5兆ドルですから、依然としてランキング3位の経済大国です。政府はこれを600兆円ぐらいに上げていきたいと言っているけれども、なかなか浮上し

ていかない。2012年から見ても GDP はほとんど横ばいです。

（資料4）一国の富を考えると、絶対額以上に大事なのは一人当たり GDP ですが、この図で一番高いのはやはりアメリカです。ただし、一人当たり GDP はその国の GDP を人口で割ったものですから、ルクセンブルクなど、人口が少なく金融サービスに注力するような国は当然高くなる。国全体の GDP も高く、一人当たり GDP もある程度高い、いわゆる先進国の中で一番高いのはアメリカで、6万ドルちょっとになっている。為替を110円で換算すれば、一人当たり660万ぐらいの稼ぎをしていることになります。

日本も4万ドルぐらいのところをキープしているので400～500万円と考えると、それほど低くはない。しかし、順位でいくと、OECD加盟国中で20位程度です。ドイツ、フランスなど、ほかの先進国の方が一人当たり GDP は相対的に高くなっている。株価としてはアップダウンはあるけれども、GDP のレベルで見ると国全体として上がっていない。ということは、日本は企業の働き方を改革して生産性を高める必要があるのではないかということにつながります。

それでは日本企業の「稼ぐ力」を高めるためにはどうすればよいのか考える前に、対象となる日本企業はどれぐらいあるのかということです。ここにクイズみたいにA、B、Cと挙げましたが、それぞれの数字には意味があります。まずAの385万6,457は「法人」+「個人経営の事業所」の数です。法人というのは、会社を設立して法的な人格を持って事業を行なっている人々。法人でなくても、個人事業として事業、ビジネスをすることはできます。法人の申請をしなくても事業は行なえるわけですから、その人たちも含めると385万社（者）ぐらい日本に存在しています。

Bの285万社はAから個人事業を除いた法人、特に営利法人に限定したものです。営利法人の中にはいろいろありますが、株式会社もそのうちの一つで、大きな部分を占めています。

Cの3,779社は株式を公開している上場企業の数です。株式を上場しているから、日々その株式の価値がつくわけで、先ほどのTOPIXはこの上場企業の株価をもとに算出しています。日本取引所グループの中の東証のほかに、名古屋、福岡、

札幌の証券取引所で株式の取引をしているのは皆さんご承知の通りです。

今回の話の対象となってくるのはAもBもちろん大事ですが、財務会計で取り扱うのはやはりCの上場会社です。なぜなら、上場しているとデータがとれる、情報が入手できるので、いろいろな分析ができるからです。

（資料5）具体的な話に入る前に、メルカリを想定して簡単に会社の仕組みを説明しますと、「誰もが簡単にスマホを使って中古品を売買できるようなC to Cのサービスを提供したい」と創業者が考えます。それには「アプリの開発、技術者の雇用、広告宣伝、顧客サポートの体制などで10億円規模の資金が必要になる」。メルカリ創業者のインタビュー記事によると、スタートアップのとき、この10億円のお金をどうやって調達するか、非常に苦労したということです。

自分だけの力で用意するのは難しいですが、そこに「あなたのアイデアはいいですね。スマホに特化した新しいサービスというのは成長が期待できるから、ぜひ資金を提供しましょう」という投資家が現れると、その投資家からお金を得て、会社を設立し、経営者として株式を発行する。株式をもらった投資家は配当を受け取る権利も出てくるし、この企業が将来上場すれば株式を売却することもできる。株価が大幅に上昇すれば、当然莫大な売却益を得ることになる。

メルカリもスタートアップのとき、ベンチャー企業に投資してくれるファンドを探したそうです。ファンドというのは、自分自身がお金を持っているか、資金を持っている人からお金を預かってそれを運用する人です。特にベンチャーに特化したベンチャーファンドは、お金を提供するだけでなく、「上場のためにはこうしていくんだよ」、「銀行にはこういう情報を見せてお金を借りるんだよ」とか、会社経営のノウハウを指南しながら、その会社を成長軌道に乗せてあげる。そして見事株式公開した暁には、そのベンチャーファンドは株式を一般投資家に売却して高いリターンを得るわけです。

（資料6）ベンチャーファンドが上場させたいと思っているだけでなく、経営者の方も上場したいという意欲を持っています。会社が成長軌道に乗ると、さらに多額の資金が必要になりますが、銀

行はリスクのある資金はなかなか貸さないの、株式市場から調達しようと思うわけです。あるいは、資金はもう要らないが、会社の認知度を上げたい。最近ベンチャー企業に就職したいという学生さんも増えていますが、親御さんはやはり心配します。それがたとえばマザーズに上場したとなると、一気にその会社に対する信頼感が増し、優秀な従業員を集めやすくなる。だから上場したいと考える経営者もいるわけです。

上場したいといっても、上場するには証券取引所の厳重な審査が必要です。上場すると株式を自由に売買できるようになりますから、変な会社を上場させてすぐ潰れたとなると証券取引所の信用問題になってくる。ですから、財務的な健全性、事業計画の合理性、内部統制や情報開示体制が整っている、投資計画もしっかりしている企業しか上場させてもらえません。

審査を経て見事上場が認められると、自由に株式を売買できる。株価は需給で決まってくるから、人気のある銘柄は高くなり、業績が悪化して価値がないと思われる会社の株価は下がるわけです。この株価を基礎とした時価総額は「稼ぐ力」を測る一つの尺度とされます。

新聞などに出ている株価は1株当たりの値段ですが、企業が発行している株式数はそれぞれ違いますので、すでに発行している株式数を株価に掛けることによって、その企業のトータルの値段が出てきます。これが時価総額と言われるもので、その企業が将来に渡ってどれぐらい稼ぐ力があるかということを見る一つの尺度になります。

(資料7) 日本の時価総額ランキングを見ると、2019年7月31日時点でトップはトヨタ自動車の22兆円、2位はソフトバンクが11兆円。以下ご覧のようになっています。

(資料8) それに対して世界の時価総額ランキングを見ると、同じく7月時点の数値ですが、1位はマイクロソフトの118兆円で、トヨタと段違いです。最近GAFAと言われているグーグル、アップル、フェイスブック、アマゾンなどもそれに続いていて、日本企業でトップのトヨタ自動車も世界の時価総額ランキングでは50位程度になってしまいます。

「稼ぐ力」を測るもう一つの尺度はROE (Return On Equity) で、分母に純資産、分子に純利益を置

いて、この比率を示したものです。貸借対照表の資産と負債の差額として導き出される純資産を使ってどれだけ効率よく利益を上げたのかを示す指標として、ROEは以前から大事に考えられています。

会計の入門的な話をするときよく使うのが稲盛和夫さんの話です。京セラの創業者で、日本航空の再建にもかかわった有名な方ですが、『稲盛和夫の実学 経営と会計』という本を出しています。その中で「経営者を育てるためには、極論ではあるが、うどんの屋台を引っ張らせて街角でうどんを売らせるという方法が効果的な実習となるだろう」と書いています。

MBAに行かせるよりも、要は売ってこい。それが商売の原点であり、経営者の原点だということで、「5万円なら5万円の元手を出して、『しばらく会社に出てこなくてもよろしい。屋台一式を貸すから、1か月毎晩、京都のどこかでうどんを売ってこい。この5万円を1か月後、幾らにして持って帰ってくるのが実績だ』と実地訓練に送り出す」ということです。

(資料9, 10) ここで言う元手が純資産で、元手を使ってどれだけ利益を挙げたか。少ない資本でどれだけ効率よく高い利益を生み出せるのが肝です。この表で言えば、A社は500万円の元手で100万円の利益をあげた。B社は1億円の元手で1,000万円の利益をあげた。A社とB社、どちらが「稼ぐ力」があるかというA社ですね。純利益の絶対額も大事だろうという見方もあるかもしれませんが、効率性という観点から言えば、A社の方が効率よく、むだなく利益をあげている。つまり「稼ぐ力」があると評価されるということです。

(資料11) 貸借対照表と損益計算書は会計学入門の最初に出てくるもので、貸借対照表は財政状態を表し、損益計算書は経営成績を表すと言われていますが、これをつなげて見ないと意味がない。

貸借対照表の右側は、お金をどうやって集めてきたか、その源泉を示しています。具体的に、負債は借金で、銀行からお金を借りたものはここに書きます。株式を発行して調達したものは純資産として資本金の部分に表します。この集めたお金を使っていろいろな資産を購入するので、それがイコールそのときのトータルの資産の金額と一致

する。このように貸借がバランスするので、バランスシートと言います。

調達した資金を資産に投資して、その資産を使って経営した結果、1年間でこれだけ利益が出ましたよというのを損益計算書の利益の部分に書きます。投資した資産からのリターンが損益計算書の利益に表されているわけです。

純資産をいかに増やすか、少ない元手でより多くの純利益を上げるかが経営者の最大の目標で、その経営者の力量を測るための一つの指標がROEになります。

(資料12) たとえばトヨタの純利益とROEの推移を見ると、純利益は2014年以來2兆円前後の高い数字を示しています。ROEも、2010 - 2012年は低かったのですが、その後ぐっと上がってきて、最近5~6年で見ると10%前後になっている。10%のリターンをあげるというのは大変なことで、トヨタはすごいねということが分かります。

(資料13) アップルはさらにすごくて、利益もROEも右肩上がりですが、特にROEは30%以上、直近では50%に迫る勢いです。もちろんトヨタとアップルでは事業が違い、ビジネスモデルも違うので、アップルに対してトヨタは10%だからROEが非常に低いという単純な比較はできません。しかし、世界全体の中での日本企業の位置づけとして考えると、トップのトヨタでもROEの尺度で見るとやや劣ると言わざるを得ないと思います。

(資料14) ROEが大事なのは分かった。ではROEを上げるにはどうすればよいかと経営者は考えると思いますが、ROEは利益率、回転率、レバレッジという三つの式に分解できます。売上高と総資産はそれぞれ分母、分子にあるので消えて、残るのは純利益／純資産ですから、この長ったらしい式もまさにROEの式です。

利益率(売上高利益率)というのは、販売価格に対してどれぐらいのマージンを取っているか。回転率は投資した金額をどれぐらいで回収できるか。たとえば吉野家は、安く売っているので利益率は低いかもしれない。それをカバーするために回転率をよくする。お客さまがお店で長居してもらっては困るというビジネススタイルをとっていると思います。逆に利益率は高めで、回転率はそれほどでもないという、スターバックスのような

やり方もある。コーヒー1杯500円する代わりに、ゆったりしたカフェの空間を提供しているというわけです。

レバレッジ(財務レバレッジ)というのは総資産／純資産ですから、負債をどれぐらい利用しているのか。資産は負債と純資産の合計額ですから、純資産の何倍も総資産があるということは、借金はかなりある、負債をかなり使っているという指標になってくる。負債を利用すれば利用するほどROEは上がりますが、借金というと二の足を踏む企業も多いかもしれません。ファイナンスの点からすると、無借金よりもある程度借金した方がよいのではないかという考え方もあります。なぜ負債を利用した方がいいのかというと、株式で調達するよりも借金で調達した方がコストが安い場合があるからです。

(資料15) トヨタでもROEは10%程度ですが、日本企業全体で見るとどのくらいか、国際比較したのがあります。私の指導教員の伊藤邦雄先生が座長で報告書をまとめた経済産業省の「伊藤レポート」によると、2013年ですからちょっと古い数値になりますが、日本企業の平均ROEは5.3%、アメリカは22.6%、欧州は15%で、やはり日本はだいぶ差がある。日本企業の平均的な課題として、ROEをなんとか高めていく必要があるのではないかという指摘がされています。

先ほどトヨタとアップルの比較をするときに注意しなければいけないと言ったのと同じように、国際比較をするときも、どんな業界が主になっているのか国ごとに違うので、一律には比較できない。日本は製造業主体ですけれども、アメリカは国土も広いし、シェールガスなどのエネルギー資源ビジネスも持っている。そういう面の調整も必要ですが、そういうものを割り引いても、日本のROEはやや低いのではないかと考えられます。

それはどこに原因があるのか、先ほどの三つに分解したもので考えていくと、回転率はあまり変わらない。むしろいいぐらい。レバレッジもそんなに変わらない。利益率の低さにどうも問題があるのではないかということになります。

日本は長らく製造業が主体で、80年代はエレクトロニクス産業などが儲けてきた。ところが、新興国が安い労働力を背景としてだんだん力をつけてきて、日本のエレクトロニクス産業は競争力が

なくなり、利益率を下げざるを得なくなってきた。一方、たとえばディズニーランドはいま1日フリーパスポートの値段をどんどん上げて利益率を高くしています。値段を上げてもお客の数は減らないのは、ディズニーランドにはブランド力があるからです。利益率が低くなった日本企業が利益率を高くするにはブランド力が必要なのではないか。高い売上高利益率を獲得できるようになるかどうかは、日本企業に強いブランド力があるかどうかにかかわっているわけです。

(資料16) 売上高営業利益率の中央値を国際比較したのですが、これで見ても日本は4%程度で、先ほどの伊藤レポートと同じぐらいです。

(資料17) 驚いたのは売上高営業利益率の標準偏差の方で、日本はばらつきが小さい。上場企業間の格差がありません。これを良いと見るか悪いと見るかですが、私はやや問題かなと思っています。

つまり、リスクがあるプロジェクトだと、ばらつきが大きくなる。リスクのあまりない、利益が取りやすいようなものと、ばらつきは小さくなる。リスクの程度に応じてばらつきは変わってくるという見方があります。そういう見方からすると、日本企業はあまりリスクを取っていないのではないか。産業全体が成熟した結果、非常に高い利益率の企業もないけれども、非常に悪い利益率の企業もなくて、企業間の格差がない。それはある意味ではいいかもしれないけれども、企業経営者がリスクを取っていないことの表れでもあるのではないか。それによる利益率の低さが日本企業のROEの低さにつながっているのではないかと私は考えているわけです。

(資料18) このROEという指標は株価との関係でも大事にされています。これは日経平均採用銘柄225社について、横軸に直近2019年3月期決算のROE、縦軸に7月末時点のPBRをとっています。PBRは株価と考えてください。たとえば東京エレクトロンのROEは30%、PBRは4倍近いところにプロットされています。全体的に見ると右肩上がりで、ROEの高い企業ほど株式市場からも高く評価されているという関係が見て取れる。やはりROEを高くしていくことが求められていると考えられます。

(資料19) 東証1部上場3月期決算企業のうち、銀行・証券・保険業及び債務超過企業を除く約1,

300社のROEの推移を平均値と中央値に分けて示しています。平均値は非常に高い企業、非常に低い企業に引っ張られるので、中央値が全体の水準を示すものだと見てください。2000年以降、アップダウンはありますが、2009年のリーマン・ショック以降、日本企業も頑張ってROEを上げていって、過去5年ぐらいは8%前後で推移しています。

(資料20) 2019年3月期決算に限定して、1,387社のばらつきがどうか見ますと、ROE21%以上の会社も79社ありますが、多くの企業はROEが7~8%に集中しています。

(資料21) ROEを構成する売上高利益率の時系列推移を見ると、ROEと同じように2009年から上がっている。これを見ても、利益率を頑張って上げている企業努力がROEを上げていることにほかならないだろうと考えられます。ただ、水準が低い。中央値4%ぐらいで、先ほどの伊藤レポートとあまり変わらないし、米国あるいは欧州に比べるとだいぶ見劣りする水準かなという感じです。この傾きはいいんだけれども、さらに「稼ぐ力」となれば、4%を10%近くまで上げていく必要がある。

(資料22) 同じ2019年3月期の売上高利益率の分布を見ると、21%以上のすばらしい企業も一部ありますが、その他は高くても3~4%前後で、多くの企業は低利益率に苦しんでいる。

(資料23, 24) 回転率、財務レバレッジの推移を中央値で見ると、あまり変わっていない。やはり利益率がROEに大きくかかわっていると言ってよいと思います。

(資料25) 次にPBRの推移です。先ほどPBRは株価と考えてくださいと言いましたが、単に株価ではなくて、分子に時価総額、分母に自己資本(純資産)を置いたものです。純資産は会計帳簿上の金額ですが、それを株式市場で時価評価したものが時価総額です。すなわち帳簿上の純資産が株式市場で高く評価されるほど、PBRの倍率は上がってくる。

会計上の純資産というのは過去の数字で、将来の話は入っていない。時価総額は将来のキャッシュを生み出す力も入っているから、純資産に対して何倍もの金額になる。通常はPBRが1倍以上になり、かつその水準が高くなるわけですが、

日本企業を中央値で見えていくと、1 倍のあたりをうろうろして、1 倍を割るところも出てくる。2004 年前後の景気がよかった時期は上がっていますが、リーマン・ショックで1 倍を割り、それからじりじり上がってはいるのですが、1 倍の水準をちょっと上回る程度でしかない。

(資料 26) PBR の分布を見ると、一番拔きん出ているのは 0.5 倍から 0.75 倍の範囲内の企業であり、1 倍以下の企業が非常に多い。純資産の金額すら株式市場で評価されていないということで、これは非常に問題だと昔から言われています。先ほど言ったように、ROE を上げると PBR も上がるという関係があるので、どうにかして ROE を上げていくことによって、PBR の分布の中心がだんだん右に行けばいいなということになります。

(資料 27) ROE と並んで日本企業のもう一つの課題は、キャッシュ・ポジションは適切かということです。これは 1,077 社の業種集計値です。現金・預金をどれくらい持っているか、現金とほぼ同じような有価証券、売却できる投資有価証券をどれくらい持っているのか見たもので、1,077 社の累積データの推移を示しています。青が現金・預金で、どんどんたまっていきます。これが問題なのは、経営者もため込みたくてため込んでいるのでない。投資先が分からない。投資して失敗したら大変だということで決断ができない。しばらく寝かせておこうというので、結果的に現金・預金がたまっている。もしかしたら上場企業の中でも優良企業は適切なリスクを取って適切なキャッシュ・ポジションを維持しているかもしれないけれども、多くの企業はリスクを取りたくない、あるいは取っていけないという結果が、このグラフに表れていると思います。

先ほどの 2014 年 8 月に出た伊藤レポートはダウンロードできますので、皆さんも見たいと思いますが、企業価値に焦点を当て、さらに資本コストに焦点を当てて、啓蒙的に「ROE 8%」を日本企業の水準として目指すべきだと書いた。これが一人歩きして物議を醸したこともあります。資本コストが重要だという指摘は大事だと思います。

会社は債権者からも株主からも資金を集めています。債権者は利子という形で負債コストを期待しています。株主は配当とか値上がり益を期待し

ています。当然株主に対しても還元しているのですが、損益計算書上は費用項目にはなっていない。それがゆえに、株主に対して払うべきコストをあまり意識していないのではないかと、日本企業は資本コストに対する意識が弱いのではないかと問われています。

資本コストはいろいろな方法で推計できるのですが、真実は分からないので明確にすることができない。そのために資本コストを意識する日本企業はそれほど多くないのが現状ですが、今後はこれを意識していかなければいけない。企業はどれぐらいのリターンをあげるべきなのか、投資家と企業の間で積極的に対話をしていって、その実現を目指す。

スチュワードシップ・コードというのは、企業の持続的成長を促すために、投資家側から責任ある投資をすると同時に、企業にきちっと収益性を求めている。企業経営者も企業価値の向上のためにコーポレートガバナンス・コードを意識している。

このあたりはもう時間がないので割愛させていただきますが、要するにいま議論されているのは、収益性を伴うきちんとしたビジネスをしていかなないと、株価がついてこないし、投資家から評価されない。したがって、投資家もスチュワードシップという形でプレッシャーをかけるし、経営者もその圧力を感じてガバナンスを効かしていかなければならないということです。

先ほどから、ROE を高めなければいけない、ROE を高めるためには利益率を高めなければいけないと言ってきましたが、単に利益率を高めただけでは株価はついてこないという指摘もあります。利益率を高めるのは簡単で、コストカットすればいいのですが、それは株式市場からは評価されないからです。評価されるのは、売上をいかに伸ばすか、それを収益性ある形で実現できるかどうかです。これができてこそ、「稼ぐ力」がついてくる。

この辺のデータまで示すことができればよかったのですが、時間がオーバーしてしまいましたので、これで報告を終わらせていただきます。

どうもありがとうございました。

自己紹介

略歴

- 2001年3月 一橋大学商学部卒業
- 2003年3月 一橋大学大学院商学研究科 修士課程修了 修士（商学）
- 2006年3月 一橋大学大学院商学研究科 博士課程修了 博士（商学）
- 2006年4月 山口大学 経済学部 講師
- 2009年2月 山口大学 経済学部 准教授
- 2010年4月 東北大学 大学院経済学研究科 准教授
- 2019年4月 立教大学 経済学部 准教授（現在に至る）

研究内容

- 「繰延税金資産に係る評価性引当額の情報内容」
- 「税負担削減行動と実効税率」
- 「会計利益と課税所得の一致性と利益の質」
- 『会計の再生』 バルーク・レブ、フェン・グー(著), 伊藤邦雄 (翻訳)

資料 1

日本経済の概観（1）

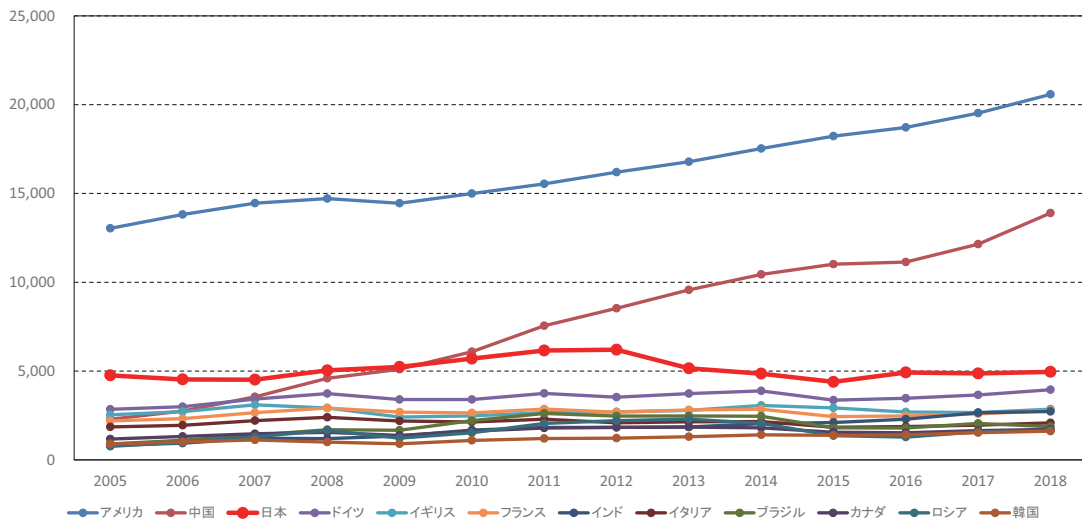


（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 2

日本経済の概観（2）

主要国の名目GDP(10億ドル)

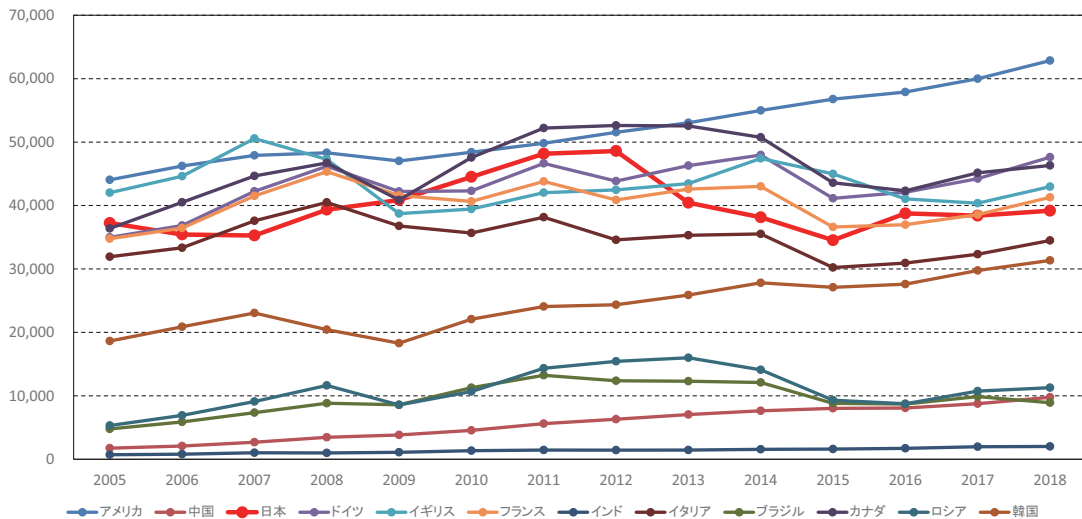


(出所：内閣府資料より作成)

資料3

日本経済の概観（3）

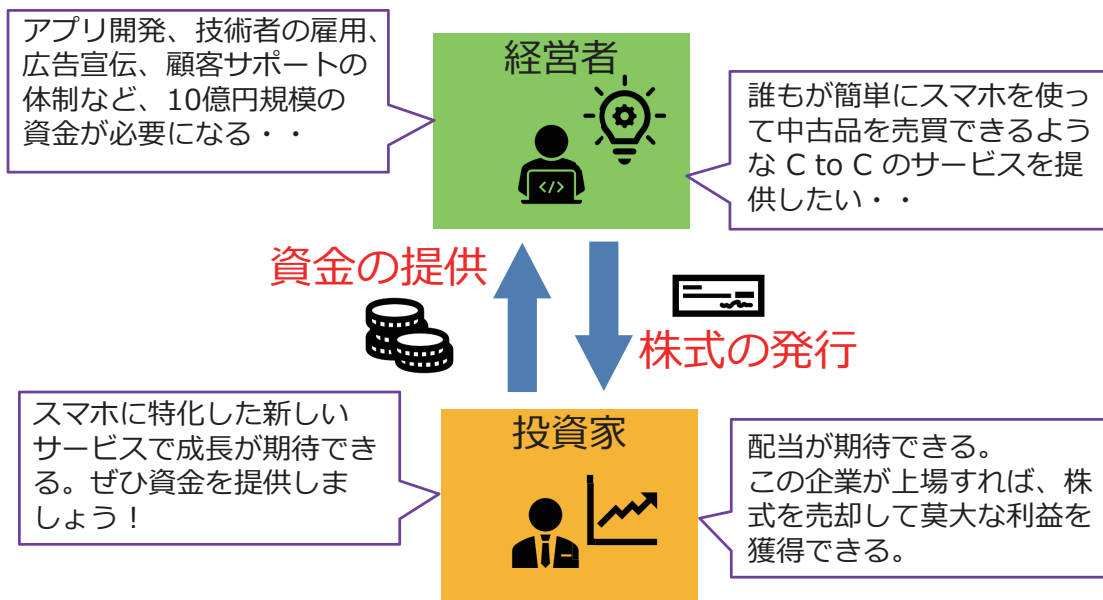
主要国の一人当たり名目GDP(ドル)



(出所：内閣府資料より作成)

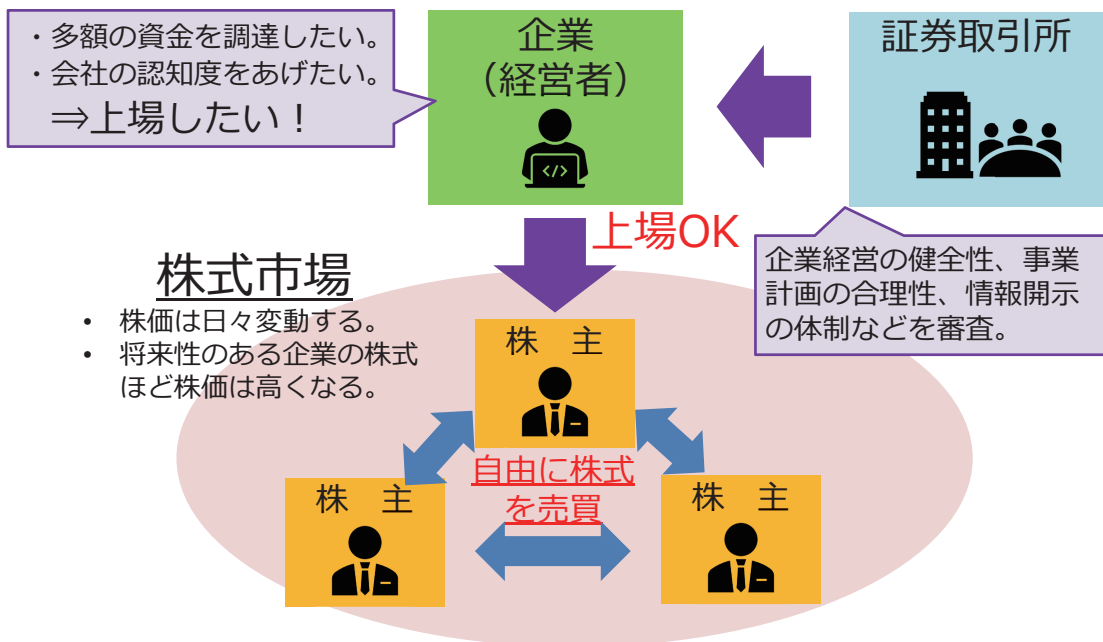
資料4

会社の仕組み



資料5

会社の仕組み



資料6

日本の時価総額ランキング

	企業名	時価総額（億円）
1	トヨタ自動車	229,193
2	ソフトバンクグループ	117,615
3	日本電信電話	95,998
4	N T T ドコモ	87,216
5	ソニー	78,464
6	キーエンス	76,769
7	三菱U F J フィナンシャル・グループ	71,646
8	ソフトバンク	70,323
9	ファーストリテイリング	69,531
10	KDDI	67,211

（※ 外国株は除く。2019年7月31日時点。Yahoo!ファイナンスにより作成。）

資料7

世界の時価総額ランキング

	企業名	時価総額（億ドル）
1	Microsoft	10,727
2	Apple	9,606
3	Amazon.com	9,391
4	Alphabet	8,505
5	Facebook	5,621
6	Berkshire Hathaway	5,102
7	Alibaba Group Holding	4,533
8	Tencent Holdings	4,465
9	Johnson & Johnson	3,944
10	JPMorgan Chase	3,749

1ドル=110円として・・・
約118兆円

（※ 2019年7月31日時点、Capital IQにより作成。）

資料8

「稼ぐ力」を何で測る? (2)

- A社とB社のどちらが「稼ぐ力」があると思いますか？

	純利益	元手
A社	100万円	500万円
B社	1,000万円	1億円

資料9

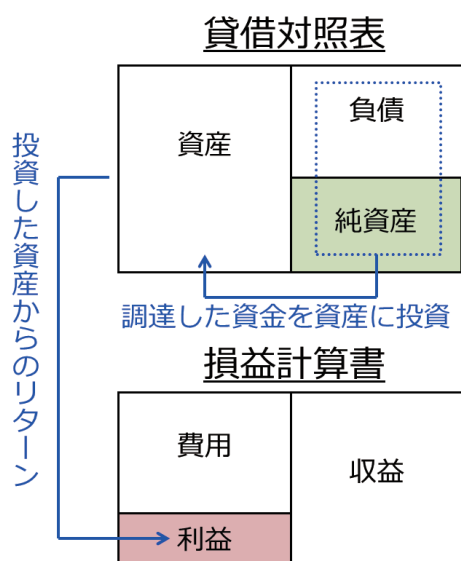
「稼ぐ力」を何で測る? (2)

- A社とB社のどちらが「稼ぐ力」があると思いますか？

	純利益	元手	ROE
A社	100万円	500万円	20%
B社	1,000万円	1億円	10%

資料10

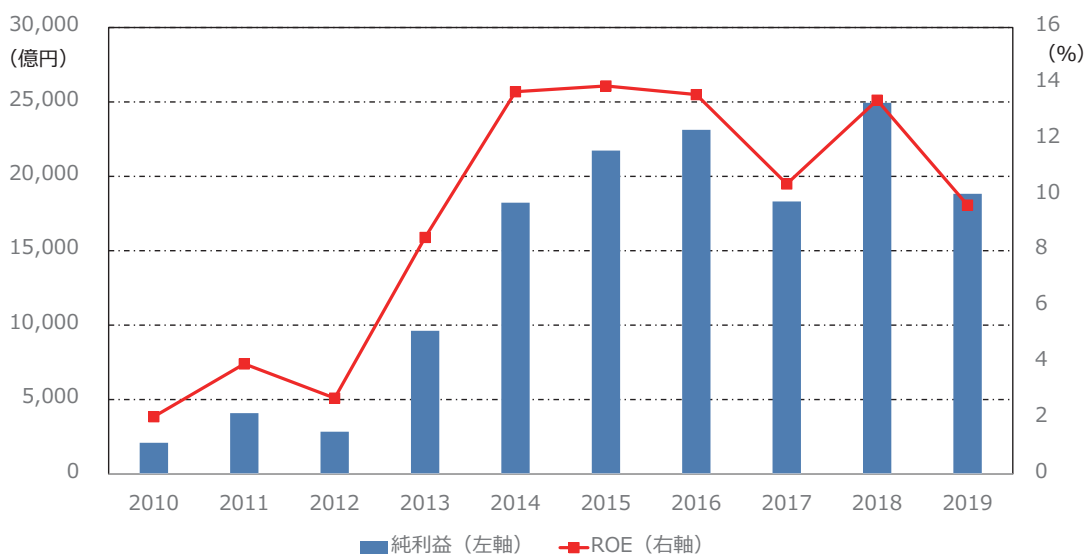
貸借対照表と損益計算書



- 純資産をいかに増やすのかが経営者の力量。
- 少ない元手（純資産）でより多くの純利益を獲得できる経営者は有能。
- 経営者の力量を測るための一つの指標がROE。

資料 11

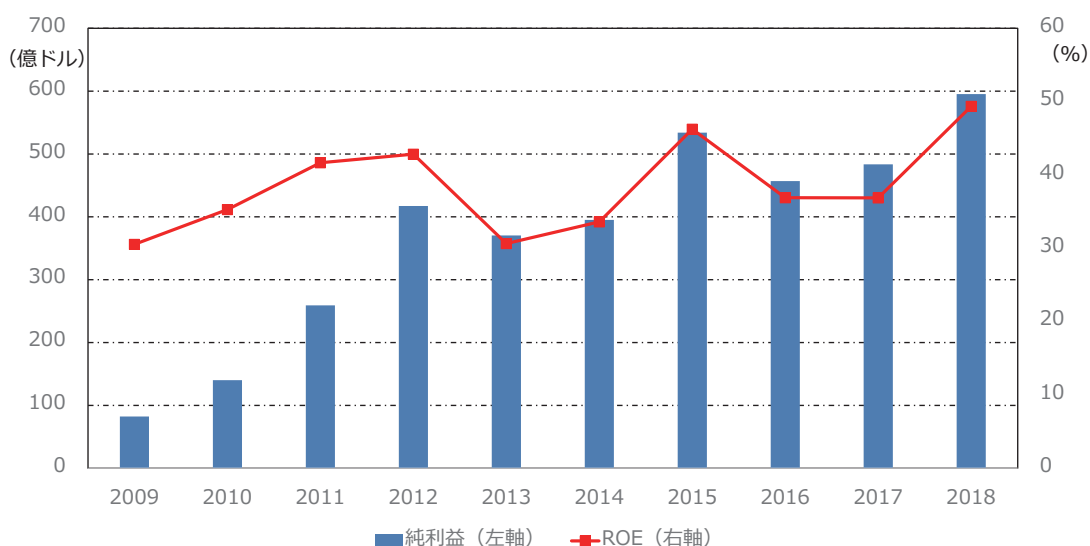
トヨタ自動車（純利益とROE）



(※ SPEEDAにより作成。)

資料 12

Apple（純利益とROE）



(※ SPEEDAにより作成。)

資料 13

ROEの分解

$$= \frac{\text{純利益}}{\text{純資産}} \times 100$$

$$= \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{純資産}} \times 100$$

(利益率) (回転率) (レバレッジ)

資料 14

ROEの構成要素の国際比較

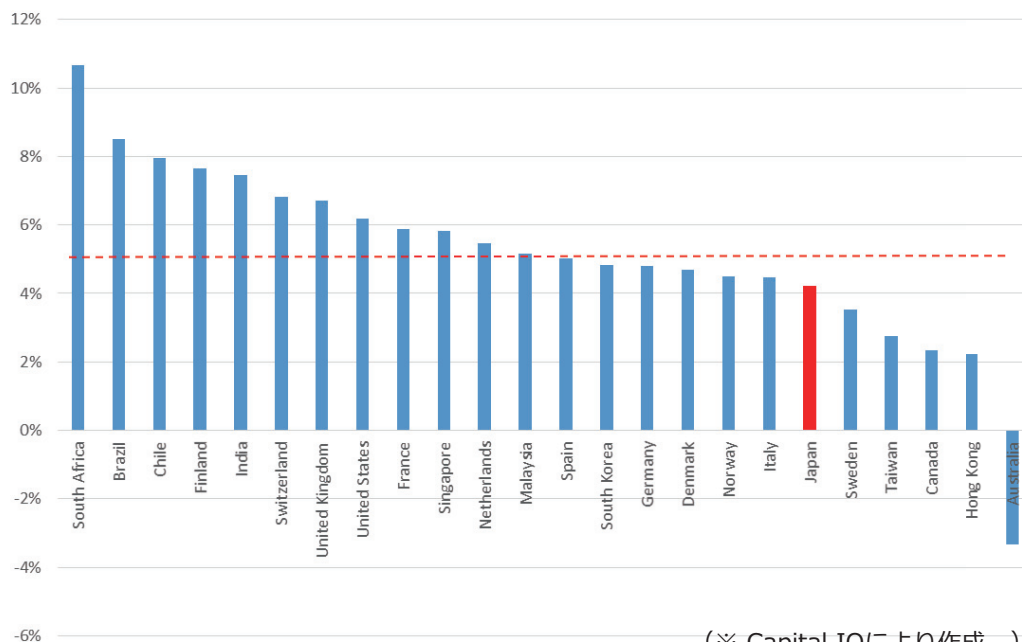
		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

(出所：2013年の伊藤レポート（経済産業省）)

資料 15

ROSの国際比較（1）

営業利益率の中央値

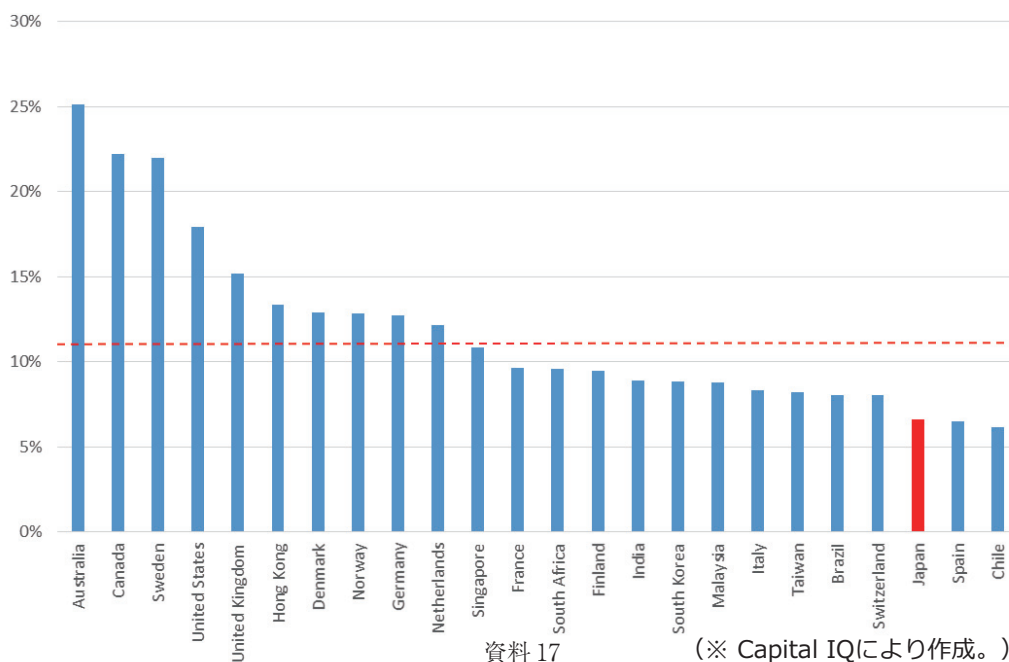


(※ Capital IQにより作成。)

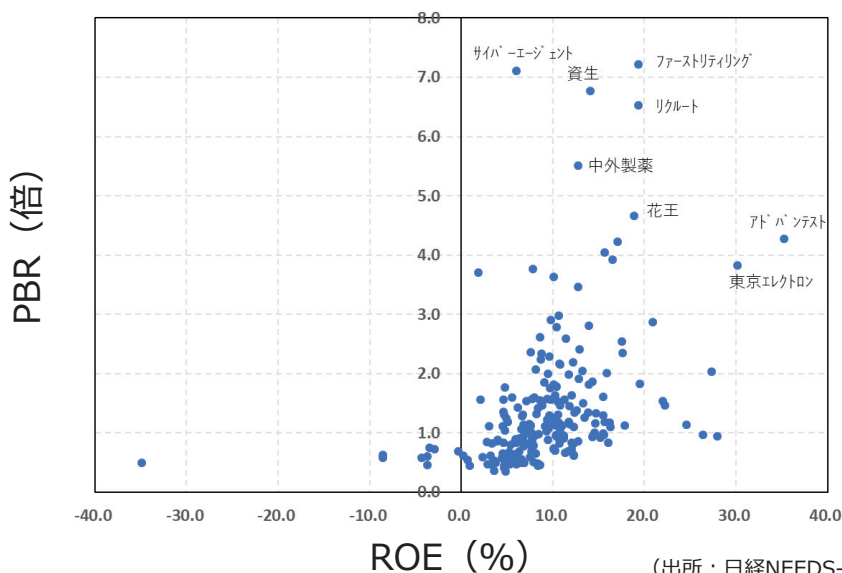
資料 16

ROSの国際比較（2）

営業利益率の標準偏差



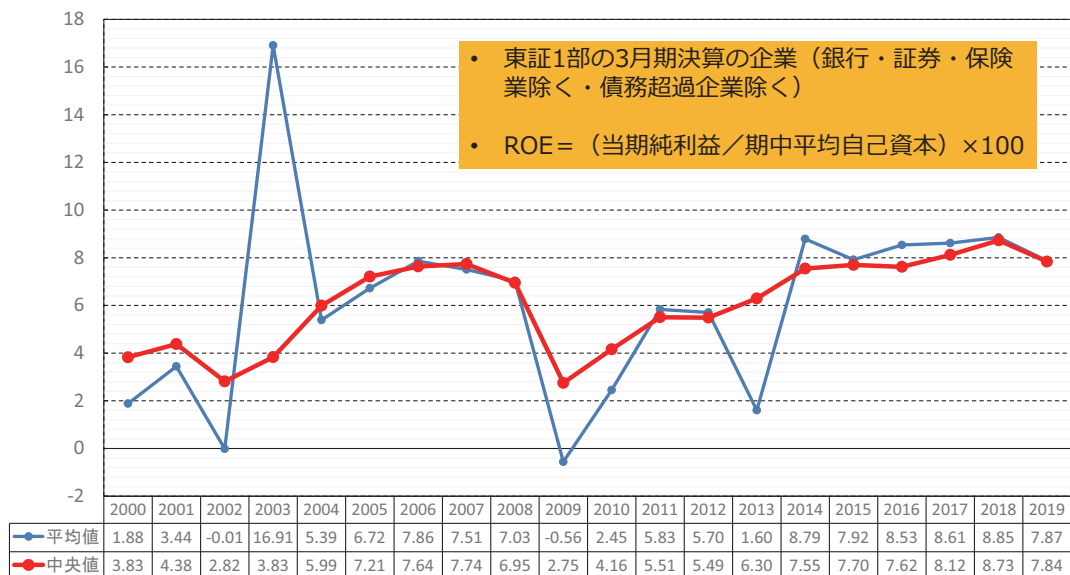
ROEと株価の関係



日経平均採用銘柄（銀行・証券・保険業除く）について、横軸を直近決算のROE (%)とし、縦軸を7月末時点のPBR (倍)としてプロット。

資料 18

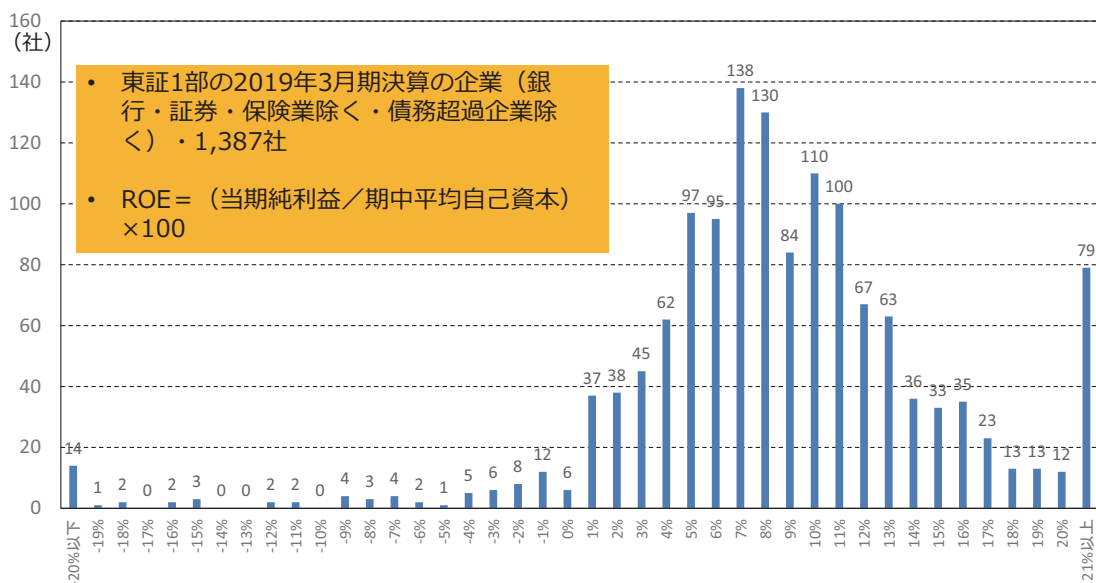
ROEの推移（％）



（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 19

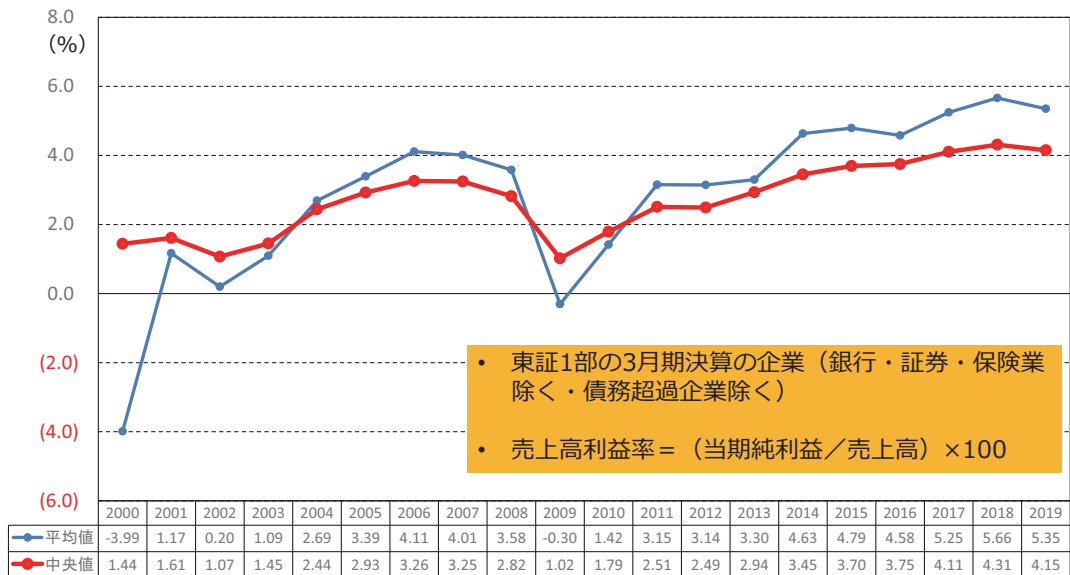
ROEの分布（2019年3月期）



（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 20

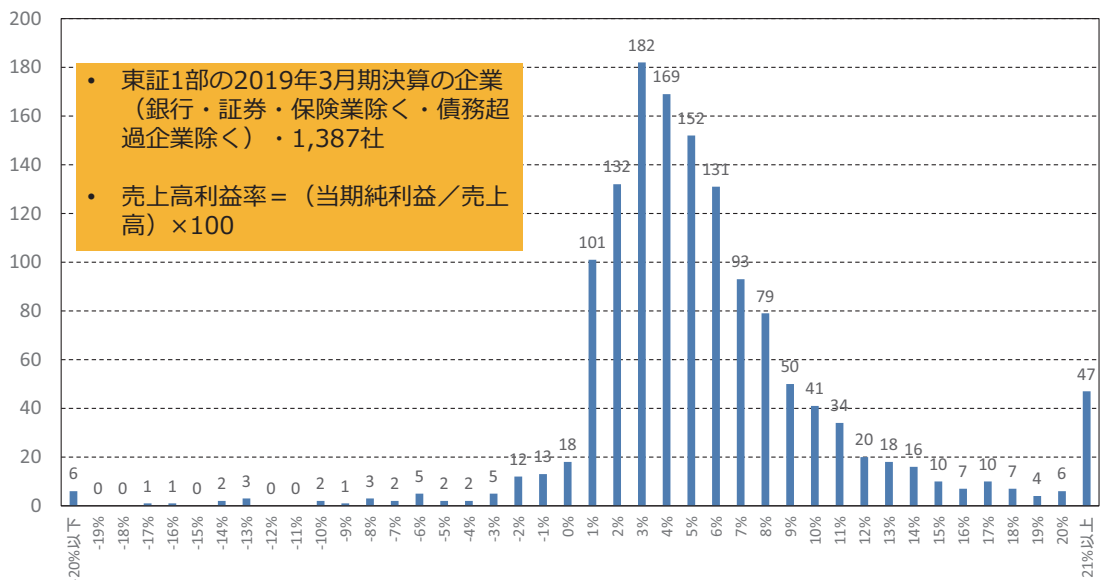
売上高利益率の推移 (%)



(出所：日経NEEDS-FQより作成)

資料 21

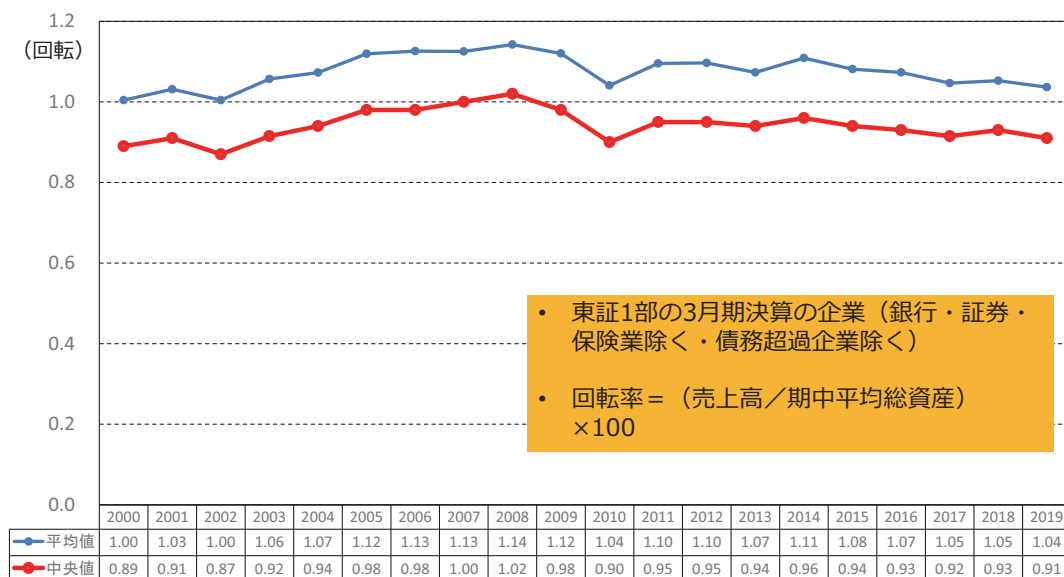
売上高利益率の分布 (2019年3月期)



(出所：日経NEEDS-FQより作成)

資料 22

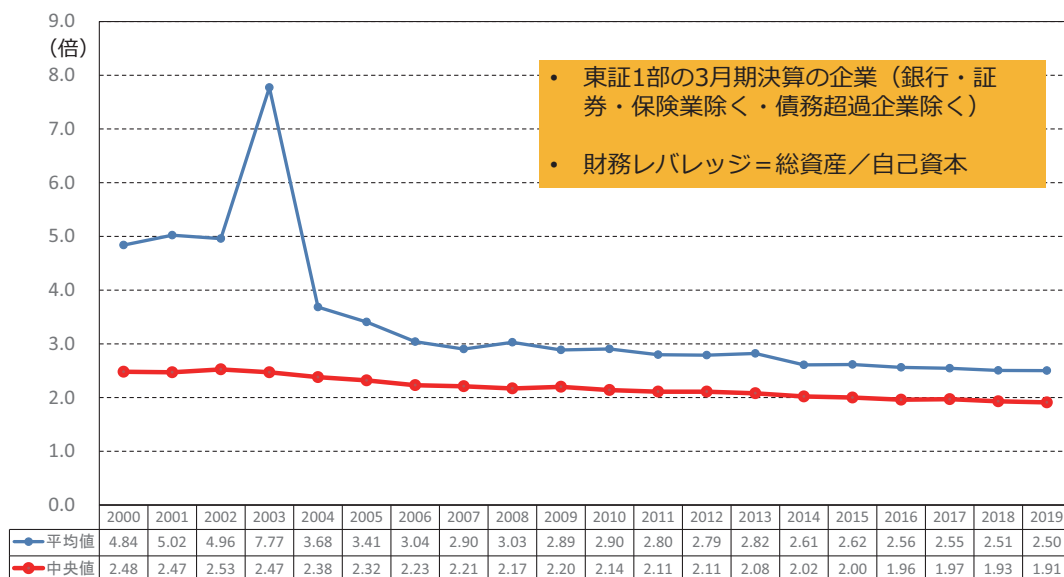
回転率の推移



(出所：日経NEEDS-FQより作成)

資料 23

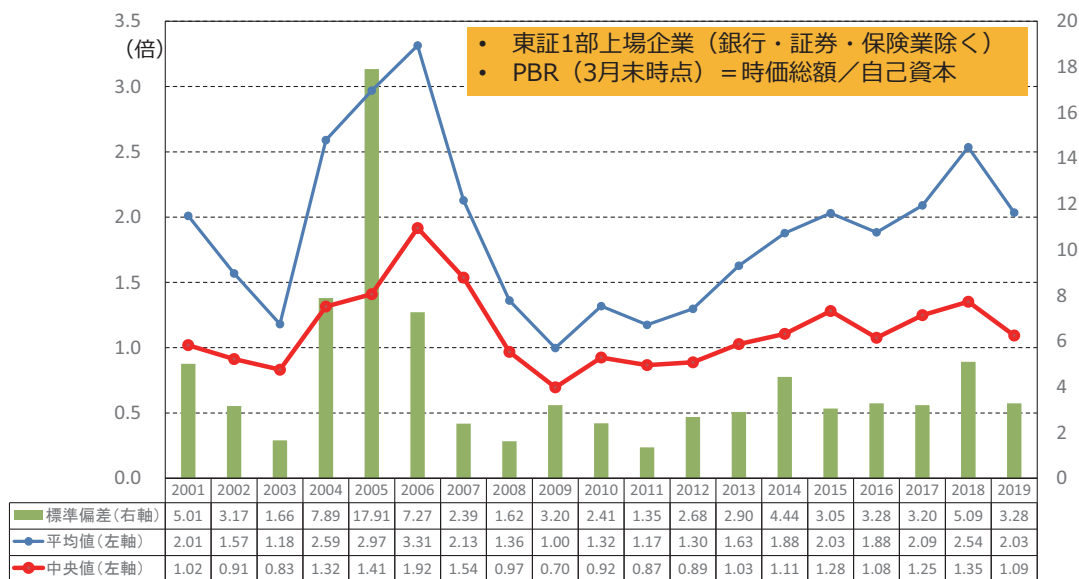
財務レバレッジの推移



(出所：日経NEEDS-FQより作成)

資料 24

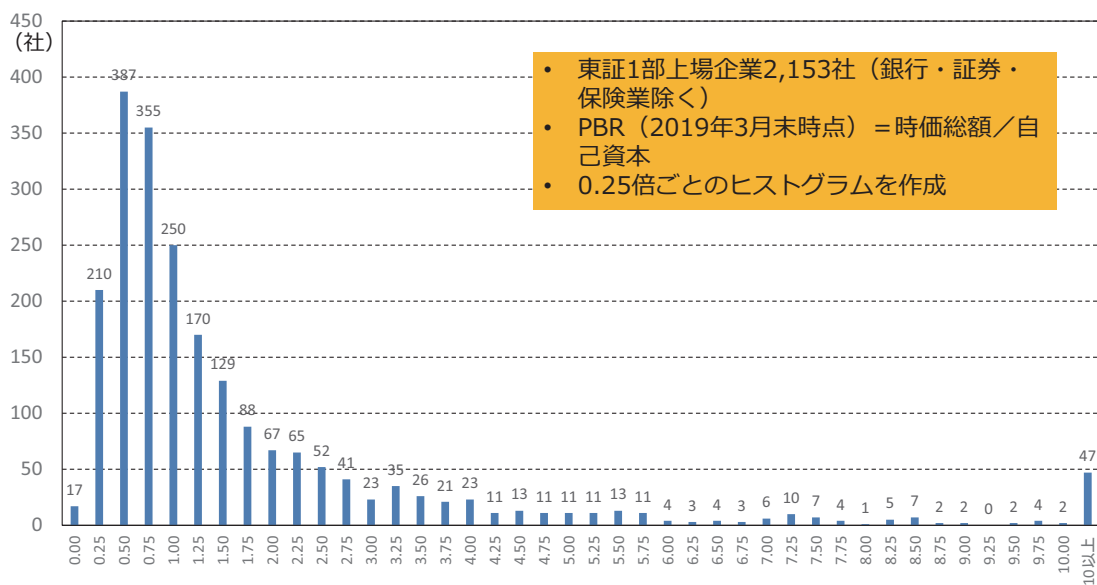
PBRの推移



（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 25

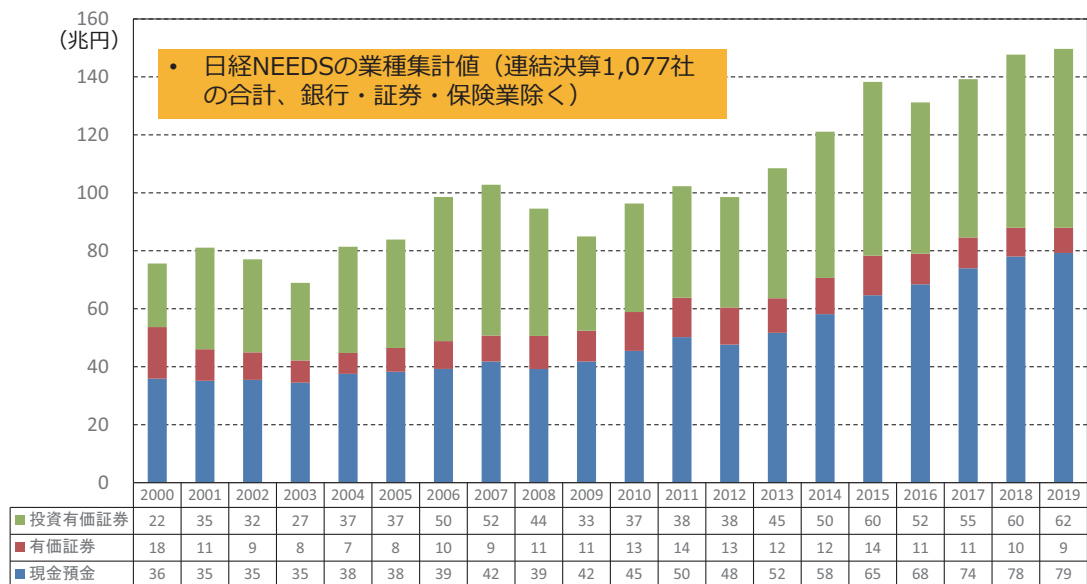
PBRの分布



（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 26

キャッシュ・ポジションは適切？



（出所：日経NEEDS-FQより作成）

資料 27