HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	大手製造業のROE(株主資本利益率)とその要素分解に関する一考察
Author(s)	菊池, 誠一
Citation	經濟學研究, 46(4), 11-29
Issue Date	1997-03
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/32041
Type	bulletin (article)
File Information	46(4)_P11-29.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 *46-4*
北海道大学 1997.3

大手製造業のROE(株主資本利益率)とその要素分解に関する一考察

菊池誠一

1. はじめに

産業界では，ROE(return on shareholder's equity)が注目を集めている。企業の経営目標として具体的なROEレシオを設定する会社が増えている[1)]。

この現象は，一種の流行と言えなくもないが，その背景には，各企業が80年代後半のバブル期に盛んにエクイティ・ファイナンスを実施し株主資本の規模を膨らませたものの，その後のバブル崩壊過程で各社の収益状況が悪化し，ROE水準が異常なまでに低下したことがあげられよう。さらにROEの低下現象は，最近，産業界に広がりつつある株主権利を再認識する動きや株主利益の擁護を求める声と結びついて，企業経営者に対する批判も込めて指摘されている。ROEの低下は，単なる利益率指標の低下という現象を超えた，重い現代的意義を持っている。

そこでROE，つまり株主資本利益率の意味をここでもう一度考えるとともに，実際の決算データを使ってROE分析を試みるのが本稿の目的である[2)]。

1）日本経済新聞社の最近の調査（96年5月8日付け）によると，回答184社のうちROEを利益目標として上げた企業が41社（22%）あった。売上高経常利益率を目標とする企業が相変わらず57社（31%）と多いが，徐々にROEを経営目標に据える企業数が増えている。

2）ここで扱うデータ分析の一部は，1996年11月9日開催の第50回日本会計研究学会北海道部会で「大手製造業に見るROEの傾向とその要因に関する分析」という演題で報告した。

ROEとは

企業の財務内容などを分析する経営分析で使われる利益率指標には，売上高経常利益率をはじめ，さまざまな指標がある。このうち営業利益や経常利益，純利益（税引後利益）などを売上高で割って得られる対売上高利益率は，売上高に対する各利益のマージン（利ザヤ）を示すもので，これらの指標には，一定時点（通常は決算期末）で切り取った企業のストック残高を示すバランスシートから見た利益率という意味はない。

企業評価や財務分析の観点から，企業の決算内容や財務内容，収益性などを分析する場合，損益計算上の利益マージンを見るだけでは，決算の半分しか見ていないことになる。バランスシートとの関連でとらえた利益率も，あわせて把握し分析する必要がある。

そこで，年間利益をストック指標である総資産や株主資本などで割ることによって，これらのストック残高に対する利益率を見ようという考え方が出てくる。これは，株主資本や総資産を投資の源泉と考えて，そこからどれだけのリターン（ROI=return on investment，投資収益率）が利益として出てきたのかを見る指標である。その代表的なものが，総資産に対するROIを意味するROA(return on total assets，総資産利益率)であり，株主資本に対するROIを意味するところのROEである[3)]。

3）Leopold A. Bernstein, *Financial Statement Analysis*,(Irwin,1993) pp.658－659を参照。

株主復権を象徴する指標

わが国では，最近までROAのほうがROEよりも一般的な指標として使われてきた。ROA計算の分母にくる項目は総資産であるが，総資産は使用総資本に等しいため，ROAは使用総資本利益率と言ってもいい。

では，最近になって，なぜROAではなくROEが注目されるようになったのだろうか。その背景には，バブル期とバブル崩壊の過程で株価が大幅に下がるとともに企業の業績が大幅に悪化し，同時にトップ経営陣や会社ぐるみのスキャンダルが相次いだために，株式会社に対する厳しい見方が広がり，株主利益の侵害，株主による経営チェック機能の低下といった問題意識が広がったことがあげられよう。

これが，ROE，つまり株主資本に対する利益率の低下現象と結びついて，改めて株主の権利や利益を見直そうという動きにつながった。この意味で，ROEは「株主復権の時代」を象徴する利益率指標という役割を担わされている。

一方，ROAは，株主資本だけでなく負債（借入金）も含めた総資産をベースにした収益率である。ここには株主資本だけを意識する視点はない。ROAは，金融機関が得る金利収入の源泉である負債までも視野に入れた指標であり，そこには金融機関，特にメーンバンクの利益に対する“配慮”が，それを企業経営者や外部の分析者が意識するしないに係わらず，あらかじめ埋め込まれた利益率だと言えよう。

この意味で，最近のROE重視の動きには，メーンバンク離れが徐々に進むわが国企業社会の側面を象徴している面がある。戦後50年たった時点で，日本型株式会社というものを基本から考え直そうという時代的な要請が，ROE重視の背景にある。

コーポレート・ガバナンス論との関連

株式会社，特に上場企業の株主と経営者の関係など株式会社の基本的な枠組みを根本から考え直す上で，いわゆる「コーポレート・ガバナンス（corporate governance）論」の視点が見逃せない。

コーポレート・ガナバンス論は長らく商法学者や経営学者などの関心事であったが，わが国企業社会に広がる一つのきっかけを作ったのは，米国の機関投資家（例，カリフォルニア州の巨大年金運用機関「カルパース」）などが示した動きである。これらの海外機関投資家は，年金運用ポートフォリオを組成する過程で，わが国大手企業の株式を大量に保有するようになり，運用成果をあげるためにわが国企業の株主総会などで独自の意見を表明して経営を動かそうとしたり，議決に反対する投票行動をとるなど，積極的な動きを見せはじめている。

企業経営者の責任とは何か，株主と企業経営者の最適関係とはどうあるべきか，などの点を改めて考え直そうという機運がこうして広がった。ここでは，経営者と株主の関係，経営者と従業員の関係など利害関係者（ステイク・ホルダー）間の関係が，米国企業の場合と比べて，比較的穏やかな形態を取りながら調和を保ってきた日本的企業経営の良さをいかしながら，新しい時代の要請に沿った枠組みを考え直さなくてはいけない。

特に焦点の一つが，株主の利益保護と株主権利のスムーズな行使のあり方に当てられている。そこで株主から見た場合に，株主が経営を委任している経営者の能力や業績をはかるための透明性の高いモノサシが必要となる。

こうしてROEが再認識され出した。経営者が，株主資本を使って1年間でどれだけの利益

ここで議論するROEは，株主資本全体に対する利益率であって，払込資本金に対する利益率ではない。株主資本は資本金と法定準備金や剰余金などから構成されるが，資本金以外の項目もすべて株主の持ちものであるという前提に立つと，ROE計算の分母には払込資本金ではなく株主資本を使うべきである。

を確保できたのか，つまり株主資本に対する年間利益の利回り（yield）を示す指標がROEであるから，株主の利益を強く意識する視点から見れば，ROEは経営者の業績やパフォーマンスをはかる利益率指標となり得る。

そのROEが，ここ数年，多くの大手企業では3％，4％程度の低水準で推移している。日経新聞の調査によると，96年3月期上場企業の平均ROEは3.63％であった。株主から「おかしいではないか」という強い批判の声が上がったのは当然であろう[4]。

2．データの検証

実際に上場企業のROEは，どうなっているのだろうか。サンプル企業として株主資本が5,000億円以上（96年3月末現在，3月期決算以外の会社はそれに準じる決算期）ある大手製造業24社を取り上げる。

サンプルの設定

ここで，企業規模を示すさまざまな指標のうち株主資本を選んだのは，それなりの理由がある。年間売上高や総資産によって企業規模をみるのではなく，企業の信用力の源泉である株主

付表1　株主資本5,000億円以上を持つ巨大製造業（単独決算）

社　　名	96/3 株主資本(億円)	株主資本比率(%)	91/3 株主資本	86/3 株主資本
トヨタ自動車	43,484	66.5	38,654	24,533
松下電器産業	22,984	52.0	20,781	11,635
日立製作所	16,049	37.4	14,046	8,156
日産自動車	15,046	47.9	16,204	12,316
ソニー	12,665	48.4	12,104	4,402
富士写真フイルム	10,919	82.3	7,316	3,732
東芝	10,691	31.3	10,205	5,704
三菱重工業	10,345	28.7	7,745	3,992
富士通	9,902	32.3	9,239	5,023
日本電気	9,245	26.9	8,368	4,788
シャープ	8,420	55.8	6,889	3,505
新日本製鉄	8,410	26.7	8,865	6,182
デンソー	8,000	58.1	6,380	4,060
本田技研工業	7,618	53.2	7,044	4,459
キヤノン	7,061	56.8	4,682	2,517
三洋電機	6,998	49.9	6,968	3,177
三菱電機	6,357	25.5	6,163	3,804
麒麟麦酒	6,347	50.4	4,931	2,626
ブリヂストン	6,296	60.2	4,834	2,539
京セラ	5,948	74.1	4,854	2,701
旭硝子	5,635	59.0	5,011	2,922
任天堂	5,354	80.7	2,384	758
武田薬品工業	5,303	61.0	4,037	2,604
川崎製鉄	5,146	26.8	5,866	3,395

(注) 1,3月期決算以外の会社は，それに最も近い決算期の数字を使った。以下同じ。

4）ROE重視の動きを促す一つのきっかけを作ったのは，野村総合研究所の有力アナリスト，渡辺茂氏が94年に出版した『ROE革命』（東洋経済新報社，1994年）であった。著者は，大手企業を含めわが国企業では財務目標が強く意識されていない現状を指摘し，ROEを指標にすることを提唱した。同時に，わが国企業の平均的ROEのレベルは，バブルの発生期と崩壊期に相当する過去10年間だけでなく，それ以前からも中長期的な低下傾向にあったことを指摘して，ROE低下現象の根が深いことを示唆している。

資本，つまり純資産で企業規模をとらえることが，低成長下に入ったわが国企業社会の時代的な側面に合致していると考えたためである。

付表1には，わが国を代表するビッグ・ビジネスの名が並んでいるが，これらを業種別に見ると，電機・電子関連が10社，自動車関連が3社（電装品，タイヤを含めると5社）出ている。その他の企業は，各主要業種のトップメーカーが1社か2社ずつ出ているだけである。わが国のビッグ・ビジネス（メーカー）は，主要輸出品を送り出す存在でもあるが，こうして見ると業種的にかなり偏在している。

注目されるのは，大手ゲーム機器メーカーの任天堂の株主資本が5000億円を超えていることである。巨大な高炉をいくつも抱え巨大装置産業の典型といえる川崎製鉄をしのいでいる。このリストには，新王子製紙（本州製紙との合併前），旭化成工業，東レ，コマツ，花王，住友金属工業，日本鋼管，三菱化学などの大手メーカーの名が出ていない。これらの会社は，ここ数年間に任天堂に追い抜かれたのである。

付表2　大手製造業24社のＲＯＥ（％）推移（単独決算）

社　名	1986／3	92／3	93／3	94／3	95／3	96／3
トヨタ自動車	10.87(86／6)	5.10	3.84	2.69	3.53	4.25
松下電器産業	10.08(85／11)	5.17	2.35	1.97	2.38	3.30
日立製作所	11.22	5.76	3.92	3.10	3.76	4.60
日産自動車	5.39	3.32	(0.93)	0.48	(3.92)	0.24
ソニー	11.65(85／10)	1.70	2.11	2.44	2.91	2.31
富士写真フイルム	15.69(85／10)	9.58	7.60	6.88	6.13	6.02
東芝	9.77	4.13	2.46	3.06	4.09	5.93
三菱重工業	13.77	11.02	8.54	8.05	6.32	9.19
富士通	6.02	3.66	(0.79)	1.86	3.28	4.62
日本電気	11.72	4.56	1.92	1.94	3.47	6.16
シャープ	10.33	5.13	3.46	3.38	4.35	4.76
新日本製鉄	5.94	9.22	0.53	(3.56)	1.13	2.96
デンソー	10.61(85／12)	4.99	2.80	3.56	4.34	4.32
本田技研工業	10.60(86／2)	4.56	4.11	1.93	2.90	3.51
キヤノン	9.12(85／12)	8.75	7.57	3.49	4.22	6.45
三洋電機	8.58(85／11)	2.92	0.82	0.59	1.13	1.92
三菱電機	7.17	4.76	3.53	1.87	3.25	6.11
麒麟麦酒	12.46(86／1)	7.24	7.02	6.47	7.56	6.44
ブリヂストン	6.95(85／12)	12.35	6.81	3.02	3.73	5.30
京セラ	7.36	4.73	3.97	4.26	5.23	9.79
旭硝子	10.13(85／12)	3.83	2.85	3.02	2.76	3.29
任天堂	26.21(86／8)	30.69	24.48	15.49	11.93	9.93
武田薬品工業	7.95	7.83	7.24	8.05	8.16	8.02
川崎製鉄	4.84	4.65	0.02	(7.11)	(5.45)	4.24

（注）1．ROEの計算で分子は純利益（税引後利益），分母は期首期末平均の株主資本を使った。
2．決算期変更に伴う12ヵ月決算以外の場合は，12ヵ月決算に換算し直した。
3．カッコ内は赤字を示す。

24社のROE推移

付表2が示すように，多くの大手企業のROEは，依然，3％台，4％台の低い水準で低迷を続けている。24社の中で，合格点がつけられそうな会社は，富士写真フイルム，三菱重

工業，麒麟麦酒，武田薬品工業くらいであろう。

キヤノンや京セラは，96年3月期の利益回復によってROEがかなり回復してきたが，過去のトレンドは必ずしも良くない。

また一応，合格点がつく4社も，武田薬品工業は利益率が高い業種の薬品メーカーであり，同社のROEは同業他社と比べてそう高くはない。富士写真フイルムや麒麟麦酒のROEは比較的高い水準を維持しているが，トレンドとしては足踏みか低下傾向にある。

三菱重工業のROEが比較的高い水準を維持していることが目を引くが，ここには財務レバレッジを強く効かせてROEを引き上げている面があり，財務レバレッジに潜むリスクを考慮すると，この数字をそのまま鵜呑みすることは危険である。また任天堂のROEもかなりのピッチで下がっている。

こうして見てくると，24社のROEはほとんど傷だらけである。文句なしに合格と言える会社は，きわめて少ない。この点にこそ，わが国企業社会が現在，抱えているROE低下問題がいかに深刻なものか――という点が浮き彫りにされている。

ROE計算の分子

ここでROEを構成要素に分解し分析に入りたいが，その前にROEを計算する際に分子に損益計算のどの段階の利益をもってきて計算すればいいのか，この点について検討しておこう。

わが国の企業財務や経営分析の解説書などでは，ROEについて，純利益（税引後利益）を株主資本で割って得られるレシオだけでなく，経常利益を株主資本で割って出す「株主資本経常利益率」も取り上げている。

結論を先にいえば，ROEを計算する場合，分子には税引き後の純利益を使うことが望ましく，経常利益を使うことには大きな疑問がある。

純利益は損益計算の最終段階で計上される利益であって，そのすべてが株主に帰属すべきものと考えられる。その中から，株主間の民主的な手続きによる合意（株主総会の議決）に基づき，個々の株主へ配当金が支払われる。

このため株主資本に対する年間利益のリターンを意味するROEの計算では，分子に分母の株主資本に対応する利益，つまり金利と税金を支払った後の利益で，株主の手元に最終的に残った純利益を使わなくては意味をなさない。株主資本利益率の分子と分母の間には，関連性がある。

ROEは，英語名がそのまま使われていることが端的に示すごとく，米国の書物からわが国に丸写しで持ち込まれた「輸入財務指標」である。この点はROAも同じである。

その米国では，純利益を株主資本で割ってROEを出す[5]。そこで，これにならうのはいいとしても，ROEの分母と分子の間に関連性がある点を軽視すると，誤解が生じる。

株主資本経常利益率の疑問

分子と分母の関連性に配慮を払わずに，「ROEとは，要するに年間利益を株主資本で割って得られる利益率である」と理解すると，経常利益が企業の経常的活動から出てくる利益状況を示す利益であるという認識から，「経常利益を株主資本で割って得られる株主資本経常利益率が有用である」という理屈になる。現に，こうしたレシオと解説を載せている解説書や教科書が珍しくない[6]。

5）ROE計算の分子に税引後の純利益を使うのは当然だが，優先株を発行している場合は，優先株株主への配当金を引いた後の利益を使うことになる。(Bernstein. op.cit., p.662)

ただし，わが国企業に特有の現象として，単独決算の場合は税効果会計を採用していないため，純利益を使うと税金支払いの影響を受けて，レシオの振幅が大きくなるという問題が生じる。また日米企業間でROEを比較する際には，単独決算で見るか連結決算で見るかという問題のほかに，この税効果会計の適用有無が影響してくるから注意が必要である。

6）例えば，下野武司，島崎豊彦，島崎規子『事例と演習で学ぶ経営分析』(中央経済社，1996年)

しかし以下の理由によって，経常利益を株主資本で割って出すレシオは，意味がはっきりしない指標であり，使用には疑問が多い。経常利益は金利支払い後の利益であるが，税金支払い前の利益でもある。ROEの計算は，あくまで株主に最終的に帰属する利益を対象とすべきであるという観点から見れば，経常利益は，金利コストを反映しているが税金の負担については無視しているという点で，中途半端な位置づけにある。

こうした見方に対しては，「税引き後の純利益には特別損益や税制の影響があるため，経常的な利益状況を示す経常利益を分子に使うべきだ」という反論が出てこよう。分子に経常利益を使うROEを支持する論者は，このロジックによっている。

この視点は，ROEの分子と分母に関連性があるという点を無視して，損益計算のどの段階の利益が最も正確な経常的利益を表すのかという，別の立場から判断している。

しかし，仮に経常利益が経常的な収益状況を最も正確に表す利益であるとしても，経常利益には負債借り入れのコストが反映される一方で税金の負担が反映されていないという，中途半端な性格は否定のしようがない。特別損益や税金の影響を避けるために経常利益を使うのであれば，経常利益に（1－税率）を掛けて，“税引後経常利益”をはじき出して使うよりほかはない。

ただ，経常利益が企業の経常的活動から出てくる収益状況を最も正確に示す利益であるという点については，理論上はそういえても，実態は大きく違ってきている。バブル崩壊の過程で各社の利益が大幅に悪化したが，同時に株価も大幅に下落した。このため，保有有価証券の評価について低価法を採用する企業は，毎年のように多額の有価証券評価損の計上に追い込まれた。この結果，収益力低下と評価損計上の悪影響をカモフラージュするため，有価証券売却益を使った利益操作が横行し，経常利益そのものの信頼性が，ここ4～5年間にかなり悪化したことを想起すべきである。

分解作業の開始

では，ROEの分解に入る。ここでは一般的に採用されている分解式に従って，考えていくことにする。ここでわざわざ「一般的に」と断ったのは，これから分析する分解式について，一部の専門家から有効性について疑問符が投げかけられているからである[7]。この点を含んだ上で分解する。

$$\mathrm{ROE}=\frac{\text{純利益}}{\text{売上高}}\times\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}\times\frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$$

ROEは三つの掛け算に分解される。最初の項は，売上高純利益率（売上高税引後利益率）であり，二番目の割り算は総資産回転率を示す。最後はいわゆる「財務レバレッジ」倍率を表す。

pp.140－141。ここでは，純利益よりも経常利益を使うほうがベターであると強調している。また『会計大辞典（第4版）』（中央経済社，1996年）には，株主資本経常利益率の説明が出ているものの，肝心の株主資本純利益率は欠落している。興味深いことに，韓国の財務分析の教科書にも，株主資本経常利益率が紹介されている。（任翊淳『現代経営分析』博英社，1986年，p.253）

7）森脇彬『Q&A決算書のみかた』（税務経理協会，1995年）pp.47－48。森脇は，一般的なROEの分解式について――①利益率と利子率のどちらが高いかによって，財務レバレッジが及ぼすプラス，マイナスの効果が逆になるという欠陥がある②ROE分解の過程で出てくるROAは，望ましいROAの定義から見ると，問題のある利益を分子に使うことになる――として，次のような分解式を使うべきだと主張している。その分解式とは，〔ROE＝ROA＋負債運用効率〕，ただし負債運用効率は負債運用利ザヤ（ROAから負債利子率を引いたもの）に財務レバレッジ倍率を掛けたレシオ。ただこれでも，利益率と利子率の大小関係によって，結果が影響されるという問題は残る。

前二つの項目には，共通項として売上高がある。これを消去すれば，税引後利益を総資産で割ることになり，“一種のROA”が出てくる[8]。

また，ROAを純利益率と総資産回転率に分解して把握・分析する方式は，米国で「デュポン方式（Du Pont Formula)」と呼ばれることがある。第1次世界大戦前後にデュポンとゼネラル・モータースで活躍した財務専門家が，ROAが二つの項目に分解され，そこからさらに細かく要素分解できることを利用して，経営分析に応用し，大きな成果を上げた経緯に由来している[9]。

ROA分解の意味

ここでは，三つ目の項目である財務レバレッジ指標に関する考察はひとまずおいて，まずROAとその構成要素について考えることにする。

ROAは，構成する二つの要素，純利益率と

付表3　大手製薬会社と大手食品スーパーのROA比較（単独決算）

社　名	1996/3	売上高純利益率(%)			総資産回転率(回転)		
	ROA(%)	94/3	95/3	96/3	94/3	95/3	96/3
大正製薬	8.31	12.52	13.07	14.48	0.60	0.59	0.57
三共	7.25	9.32	9.28	10.16	0.82	0.75	0.71
第一製薬	4.97	8.22	8.91	9.45	0.58	0.53	0.53
武田薬品工業	4.88	6.60	6.93	6.88	0.71	0.70	0.71
エーザイ	4.71	7.03	7.04	7.13	0.70	0.68	0.66
山之内製薬	4.22	10.64	10.31	9.68	0.44	0.42	0.44
塩野義製薬	3.62	4.49	4.82	4.98	0.77	0.80	0.73
藤沢薬品工業	1.11	4.29	3.10	2.24	0.50	0.51	0.50
（製薬会社の平均）	(4.88)	(7.89)	(7.93)	(8.13)	(0.64)	(0.62)	(0.61)
ヨークベニマル	7.74	2.36	2.19	2.32	3.38	3.48	3.33
いなげや	2.09	0.90	0.19	0.96	2.14	2.20	2.17
ヤマナカ	1.92	1.00	0.71	0.89	2.33	2.19	2.16
東急ストア	1.65	0.64	0.78	0.79	2.12	2.07	2.09
カスミ	1.48	0.72	0.79	0.99	1.47	1.44	1.49
マルエツ	1.44	0.91	0.93	0.87	1.68	1.64	1.64
ライフコーポレーション	1.02	0.63	0.39	0.45	2.20	2.29	2.25
（食品スーパーの平均）	(2.48)	(1.02)	(0.85)	(1.04)	(2.19)	(2.19)	(2.16)

（注）1．ROA及び総資産回転率の計算では，期首期末平均の総資産を使った。
　　2．3月期以外の決算期会社は，それに準じる決算期数字を使った。

8）ROAは，一般に純利益を総資産で割ってはじき出す利益率として知られている。しかし厳密にいうと，森脇も指摘するように，分子に純利益を使うことには疑問がある。

純利益は，借入金の貸し手である金融機関や社債保有者に金利を支払った後の利益だが，株主に配当金を支払う前の利益でもある。つまり金利と配当金のうち片方の資金負担だけを反映している。ROAは，分母に株主資本を持ってきて計算するROEと違って，その分母に負債と株主資本の両方を合わせた総資産を使う以上，負債と株主資本の双方から生じる資金コストを平等に扱う必要がある。そこで，純利益に支払金利を足し戻した利益（金利支払前純利益）を計算して，これを使うことが望ましい。さらに厳密には，足し戻す金利支払い分についても，税率で調整した後の数字を使うほうがいいだろう。

こうして考えてくると，実務の世界でしばしば使われている総資産経常利益率は，意味が不鮮明な利益率だと言わざるを得ない。世の中には，こうした不思議な利益率が，その意味を厳しく問われることもなく，慣行的に使われていることが多いものである。

9）Martin S. Fridson, *Financial Statement Analysis*, (John Wiley Sons, 1991) p.215

総資産回転率を掛け合わせれば出てくる。ROAを改善するには，両方の指標を同時に良くするか，どちらか一方を良くすればよい。だが，現実はそんなに簡単ではない。

まず実際のデータによって検証してみよう。上表は，大手製薬メーカーと食品スーパーのROAとその構成要素である純利益率，総資産回転率の状況（過去3年間）を見たものである。

製薬8社の平均純利益率は，食品スーパー7社の7倍から9倍の高さにある。一方，総資産回転率は，食品スーパーのほうが圧倒的に高い。ここで取りあげた二つの業種は，それぞれのROAがよって立つ基盤が逆になっている。

製薬会社は利益率の高い新薬の開発と市場投入をテコに，高い利益率を確保することが最大の経営目標である。大型新薬の自社開発に成功すると，その薬の粗利益率は70〜80％に達することも珍しくない。

開発に成功した新薬に限らず，製薬会社が全般に高い利益率をあげている背景には，それなりの理由がある。多くの薬品の研究・開発は，10年，15年前から長期にわたって行われる。研究・開発コストは，決算上の処理としては薬品発売前に事前に償却されることになり，後から出てくる利益が膨らみやすい。また製薬会社の利益の中には，将来，起きかねない薬禍事件などの事業リスクをヘッジするための利益部分があらかじめ埋め込められている，との見方も可能である。

多くの製薬会社にとって，できるだけ高い利益マージンを確保することが生きていく道であって，薄利多売によって売上高を膨らませ，利益を確保する選択は避けようとする。

一方，食品スーパーは，典型的な薄利多売の商売である。食品スーパーの店先に並ぶ商品は，高くてもせいぜい千円ぐらい。毎日，主婦が現金で千円，二千円と買い物する場所である。ここでは，逆立ちしても製薬会社のような高い利益率はとれない。

そのかわり周辺に住む主婦たちから一定の信頼をかち得たら，安定収益をあげられる。食品関連の小売りには安定した需要がある。また食品スーパーの場合，売り上げに相当する店の入金はほとんど現金という強みがある。食品スーパーの経営では，とにかく薄利多売の方向で，できるだけ多くの売上高を確保する，つまり総資産回転率を上げることが利益確保の決め手となる。

こうして見ると，企業経営には重点の置き方によって，ちょうど逆の関係にある二つのタイプがあることが分かる。利益率重視型の製薬会社と回転率重視型の食品スーパーの二つは，経営形態の基本的分類のひな型となるものだ。

小売りチェーンの類型化

次に，類似の業態を持つ企業間でも，利益率重視型の経営と資産回転率重視型の経営に分けられることを見てみよう。その例として，食品スーパーを含めた各種小売りチェーンを取りあげる。

最近では，「価格破壊」の立役者として各種の小売りチェーンが広がっている。スーパー，コンビニ，家電量販店のたぐいはいうまでもなく，パソコンなどの情報機器，カメラ，靴，婦人用アパレルや紳士服，家具，レストラン，パン，惣菜さらにはキャンプ用品，仏具など，幅広い商品分野で小売りチェーンが広がっている。

旧態依然の経営形態が色濃く残っていて競争状態が緩やかな分野であったり，商品を供給するメーカーサイドの価格支配力が弱いために，小売り段階で少しでも有利な利益マージンが取れそうな市場・分野には，小売りチェーン（多くはフランチャイズ方式によるチェーン店展開）が入り込む。チェーン店展開を機軸にしたビジネスでは，ベンチャー的な企業が出現しており，産業界では活気ある分野の一つである。

付表4に見るごとく，同じ小売りチェーンであっても，各社の経営スタイルは大きく異なっている。オートバックスセブン，島忠，青山商

付表4　小売りチェーンの比較（1996年3月期単独決算）

社名	ROA(%)	純利益率(%)	総資産回転率(回転)	事業内容ほかの説明
オートバックスセブン	6.77	5.07	1.34	カー用品チェーン
島忠	5.55	7.22	0.77	関東が地盤の家具チェーン
チヨダ	3.64	2.35	1.55	靴専門店のチェーン
青山商事	3.32	6.56	0.51	紳士服の安売り大手チェーン
すかいらーく	2.52	2.58	0.98	ファミリー・レストラン
愛眼	2.33	3.61	0.65	めがねの小売りチェーン
いなげや	2.09	0.96	2.17	関東が地盤の食品スーパー
ケーヨー	1.77	1.19	1.49	ホームセンターの大手チェーン
上新電機	1.07	0.61	1.76	関西が地盤の家電量販店
はせがわ	0.88	1.03	0.85	仏壇小売りチェーン
さが美	0.82	0.75	1.10	和服小売りチェーン

（注）1．3月期決算以外の会社は，それに準じる決算期の数字を使った。
　　2．ROA，総資産回転率の計算では，期首期末平均の総資産を使った。

事など5％以上の純利益率を確保している会社は，総資産回転率が平均0.86回転（総資産が1回転するのに424日かかる）にとどまっている。これらの会社は，利益率重視型の経営といえる。

これらの会社に共通する点は，扱う品物の単価が高いことである。ひとつひとつの品物の価格が何万円もすることが多く，顧客一人当たりの利益率を高く設定できる。このため客を毎日，店に呼び込む必要はない。島忠や青山商事の店先に顧客がやってくるのは，日曜・休日か週末が多く，それも少しにぎわうだけである。

ちなみに小売販売業でこうした商売のやりかたを徹底的に追及していくと，「ブティック型」の小売りに行きつく。デパートや一流ホテルの奥まったコーナーにある有名ブランドのブティックは，いつも閑散としている。しかし，数少ない顧客がやってきていったん品物を購入すると，その利益率は高い。

こうした店では，小売販売業であるにもかかわらず客が入りにくいよう，わざと工夫しているところさえある。顧客のターゲットを絞り込み，わざわざ遠くからやってくる顧客が高利益率の商品を買ってくれる頻度をあげれば（的中率を高くすれば），商売として十分に成り立つ。

俗っぽく表現すれば，冷やかしのイチゲン客が入ってくるのを拒絶し，遠くからわざわざやってくるオタク的顧客との接点を大切にした商売である。利益率を徹底的に追及し，回転率のほうを犠牲にした（回転率追及を意識しない）商売のやり方といえる[10]。

一方，純利益率が1％以下しか確保できない上新電機，さが美，いなげや，はせがわの4社は，総資産回転率の平均が1.47回転（同248日）と高くなっている。これらの会社は，売り上げを膨らませることによって総資産回転率を引き上げている。

もっともこの表に出ている会社の中には，かつては高い利益率が取れる商品を扱い，利益率志向型の商売を追及していたが，競争が激しくなったり，高マージンをとれる商品がなかなか出てこないために，やむなく低利益率を甘受しながら，売上高の増加，つまり回転率型経営にシフトすることによって生きている会社もある。

10）通常の小売り商売から見れば逆張り作戦と言ってもいい，こうした徹底した顧客選別型の商売について，実証的な調査・分析を行い，話題を集めた本が，博報堂生活総合研究所編『タウン・ウオッチング』（PHP研究所，1985年）であった。ここでは，顧客がわざわざ探し出して行く店がはやるという意味で，こうした店を「わざわざ店」と呼んでいる。

長期の家電不況が影を落とす上新電機，和服チェーンのさが美，仏壇のはせがわなどがこの例に入るだろう。

2指標間のトレードオフ

これまでの分析から言えることは，利益率が高い会社は総じて総資産回転率が低く，逆に利益率が低い企業は回転率を高めに維持する経営をしているということである。ROAの構成要素である純利益率と総資産回転率は，相互に関連性を持っており，基本的にトレードオフの関係にある。

ROEの分解式で見れば，純利益率は純利益を売上高で割った指標であり，売上高は分母に位置している。一方，総資産回転率は売上高を総資産で割った指標であり，売上高は分子にくるため，純利益率と総資産回転率は相互にトレードオフの関係になる。

さまざまな業種のいろいろな会社について，利益率と資産回転率でとらえたそれぞれの位置をグラフ上にプロットしていくと，多くの場合，グラフ（第一象限）の左上か右下に集中する。そのどちらでもない場合も含め，グラフ上では左上と右下を結ぶ双曲線上に位置する。双曲線になるのは，純利益率と総資産回転率という二つの指標が掛け算の関係になっているからである。

企業評価の視点

実際の企業経営では，このトレードオフ現象が重要な意味を持ってくる。現実にROAを改善しようと思えば，利益率に比重を置く経営を追及するのか，資産回転率重視型の経営を押し進めるのか，二つの選択のどちらか一方になることが多い。両方とも高い水準を達成するという目標設定は，勉強していない社内スタッフが議論していると往々にしてたどりつきかねない安易な経営目標であるが，上記のトレードオフ関係が存在するために，結果的には利益率か資産回転率かの選択になりやすい[11]。

また分析対象の企業が，比較対象の同業他社と比べて，利益率依存型なのか，それとも資産回転率型なのかという視点は，外部から企業を評価する際に，一つの有力なフレームワークを与えてくれる。経営体質や競争力の違いなどとからめて，この点を把握して分析に入るとわかりやすい。また時系列で追ったROAが改善したり悪化している場合，後の任天堂のケーススタディで取り上げるように，利益率の変化からそうなったのか，あるいは資産回転率の変化でそうなったのか，という分析から原因究明が可能となる。

財務レバレッジとは

さて，これまでの議論で割愛してきたROEの三要素の最後，財務レバレッジを表す指標について考えてみよう。総資産を株主資本で割る式は，次のように展開できる。

$$\frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}=\frac{\text{負債}+\text{株主資本}}{\text{株主資本}}=\frac{\text{負債}}{\text{株主資本}}+1$$

右端の式は，1は定数であるから負債を株主資本で割る式，言いかえると負債を株主資本の何倍抱えているのかを示すレシオ（米国でよく使われるdebt−to−equity ratio＝DER）と同じである。これが財務レバレッジ現象を示す

11）ここでは，高い利益率と高い回転率の同時実現が難しいといっているのであって，二指標の同時改善が不可能と主張しているわけではない。例えば，利益が大幅に増えると，売上高が少々，増加しても利益率が上昇するし，同時に売上高の伸び率が総資産の伸び率よりも大きい場合には，資産回転率も改善される。

これを先に言及した双曲線グラフ（第一象限）で表現すると，同一双曲線の左上か右下かの選択ではなく，双曲線自体をより右上方にシフトさせることを意味する。だがこの同時改善も，実際の経営で継続的に実現しようとすると，なかなかできないものだ。

指標である。(ここでは，総資産を株主資本で割ったレシオを「財務レバレッジ倍率」と呼ぶ。)

負債を株主資本で割って得られる倍率は，企業の最終的な信用力の源泉である株主資本（純資産）をテコにして，株主から見れば他人資本である負債を企業がどれだけ抱え込んでいるのかを示している。さらに負債を増やすことによって，一定の条件さえそろえば，利益を増やす（レバレッジ効果を追及する）ことができる。

ROEは，ROAと財務レバレッジ倍率を掛けあわせたレシオであるから，ROAが一定と仮定した場合，株主資本の上に乗っている負債が多ければ多いほど，ROEは良くなることになる。つまり負債を企業ができるだけ抱え込んで，株主資本比率を悪くしたほうが，ROEは計算上，良くなる。

一見して直感でわかる，この“矛盾”に対する答えは，財務レバレッジ効果は，ある一定の条件の下でのみ成立するということである。その条件は，利益率（利子控除前利益率）が負債利子率よりも高いことである。この条件を満たす限りにおいて，株主資本の上に乗る負債を増やしたほうが，プラスのレバレッジが効いてROEが向上する。逆に利益率が利子率よりも低い場合は，財務レバレッジがマイナスに効き，ROEを引き下げる方向に働く。

潜在的リスクの存在

ROEを構成する三要素のうち，財務レバレッジ倍率だけが一定の条件下でプラスあるいはマイナスに作用する。しかも利益率と利子率のどちらが高いかという条件は，つねに変わり得る。市場環境や収益動向によって，両者の関係はプラスになったりマイナスになったりする。この意味で財務レバレッジ倍率は，他の二要素と基本的に性格を異にしていると言わなくてはならない。

ROAを構成する純利益率と総資産回転率は互いにトレード・オフ関係になっており，同時に高レシオを達成し難いが，これら二指標には，一定の条件が変化したら，プラスに効いていた効果が急にマイナスに効き始めたなどという現象は出てこない。だが財務レバレッジには，こうしたリスクが明らかに存在する[12]。

こう考えると，ROEを構成する三要素を並列的に扱って，同じ比重をかけて評価することには基本的に疑問があると言えよう。企業評価の観点から言い直すと，いろいろな企業のROEを見る際には，ROEを分解してみて，ROEがどの要素によって支えられているのかという点が重要な意味を持ってくる。純利益率や総資産回転率ではなく財務レバレッジに依存してROEを維持している企業は，それだけ警戒的に見なければいけない。

ここで指摘している点は，同じ数字で表される指標やレシオであっても，その裏にある意味を把握した上でないと，安易に評価はできないということである。つまり指標やレシオなどの個々の数字がもつ「質（quality)」が重要な意味を持つのである。

財務レバレッジの検証

そこで，大手製造業24社を再び取り上げて，ROEの三要素のうちどの部分がROEに主として寄与しているのかを探ってみよう。次表は，96年3月期（あるいはそれに準ずる決算期）のROEを三要素に分解し整理したものである。

財務レバレッジ倍率が3倍以上になっている会社は7社ある（富士通を含む)。中でも新日本製鉄，川崎製鉄，三菱電機，富士通の4社は，純利益率と総資産回転率が低いために，ROAは1.6%以下の低水準にとどまっている。それ

12) ここでいうリスクには，プラスに効いていた指標が，条件が変わったら，一気にマイナスに転化するといったスイッチング現象のリスクだけでなく，プラス効果にしろマイナス効果にしろ，財務レバレッジ倍率が大きくなると，それだけ利益の変動幅が大きくなるというリスクもある。

付表5　大手製造業24社のROEと要素分解（1996年3月期単独決算）

企業名	ROE (%)	純利益率 (%)	総資産回転率（回転）	ROA (%)	財務レバレッジ倍率
トヨタ自動車	4.25	2.29	1.24	2.83	1.50
松下電器産業	3.30	1.68	1.02	1.71	1.93
日立製作所	4.60	1.74	1.00	1.74	2.65
日産自動車	0.24	0.10	1.11	0.11	2.09
ソニー	2.31	1.51	0.73	1.11	2.09
富士写真フイルム	6.02	8.22	0.60	4.94	1.22
東芝	5.93	1.68	1.09	1.84	3.22
三菱重工業	9.19	3.48	0.74	2.58	3.56
富士通	4.62	1.71	0.90	1.54	2.99
日本電気	6.16	1.61	1.06	1.70	3.62
シャープ	4.76	3.07	0.86	2.66	1.79
新日本製鉄	2.96	1.18	0.66	0.78	3.81
デンソー	4.32	2.76	0.90	2.48	1.74
本田技研工業	3.51	1.08	1.70	1.84	1.91
キヤノン	6.45	3.59	1.00	3.60	1.79
三洋電機	1.92	1.34	0.72	0.96	1.99
三菱電機	6.11	1.39	1.12	1.56	3.92
麒麟麦酒	6.44	2.90	1.10	3.19	2.02
ブリヂストン	5.30	4.88	0.63	3.08	1.72
京セラ	9.79	11.79	0.63	7.45	1.31
旭硝子	3.29	2.02	0.93	1.89	1.74
任天堂	9.93	17.04	0.48	8.10	1.23
武田薬品工業	8.02	6.88	0.71	4.88	1.64
川崎製鉄	4.24	2.31	0.49	1.13	3.75

（注）1．株主資本，総資産は期首期末平均を使用した。
2．各レシオの計算で使用した総資産，株主資本は期首期末平均を使った。
3．各レシオは小数点以下第3位を四捨五入して計算したため，若干の誤差が生じている場合がある。

を高い財務レバレッジ倍率によって，ROEを維持している。これらは典型的な高レバレッジ依存型企業といえる。

この点を視点を変えて表現すれば，こうした企業は多額の資本を要する巨大な生産設備を持った装置産業型企業であり，他人資本に依存する度合いがどうしても高くなる。つまり株主資本比率が低くなる傾向があり，その分，利子率の変化に脆弱な面を持っていることを意味している。

一方，任天堂，京セラ，富士写真フイルム，武田薬品工業の4社は，ROAがいずれも4.0%以上確保されている。いずれも純利益率が高く，当然ながら総資産回転率が低い。これらの会社はROAが高水準にあるから，ROEを維持するために財務レバレッジを効かせる必要がないと言える[13]。

13）ROAと財務レバレッジの間にも，基本的なトレードオフの関係が存在する。総資産が一方で分子，他方で分母に位置しているから自明である。しかし財務レバレッジが持つ特有のリスクを考えると，実際の経営では，財務レバレッジとROAの二つを並べて一つを選択するという発想は現実的ではない。ROAと財務レバレッジの間にあるトレード・オフ関係は，純利益率と総資産回転率の間にある同種の関係とは性格（質）が違うのである。

日立製作所と東芝というと，事業内容や企業規模の点から類似企業として財務分析や経営分析でしばしば比較されるが，付表5で目立つのは東芝の財務レバレッジ倍率が高いことである。仮に日立製作所が東芝と同じ程度の倍率であるとしたら，日立製作所のROEは5.60%に上昇し東芝とほとんど並ぶ水準となる。

これと同様の現象は，日本電気と富士通の間でも見られる。両社のROEには顕著な格差があるが，これはROAよりも財務レバレッジ倍率の違いから生じている。

財務レバレッジが抱える特有のリスク要因を考慮すると，ROE分析に関する限り，「日立製作所よりも東芝のほうが良好である」とか「富士通よりも日本電気のほうがいい」とは，簡単に言えない。

ROE比較の裏側

これらの分析から，総括として次の点が言えるであろう。

① 一般的に純利益率が高い会社は，ROAが高く，さらにはROEも高くなる。すなわち純利益率とROA，ROEの間には強い「正の相関」がある。

② しかしROAを構成する純利益率と総資産回転率の間にはトレードオフの関係があり，どちらか一方のみが高くなっている場合が多い。

③ ①で指摘した現象の裏返しとしていえることは，純利益率やROAが低い会社は，高い財務レバレッジ倍率に依存する程度が大きくならざるを得ない。財務レバレッジが高い会社は，それだけ実質的に抱え込んでいるリスクも大きい。

上にあげた三点について，コンピュータ処理によるデータ検証として，決算データ処理の専門家がまとめたデータを見てみよう[14]。

これは，東証1部の上場企業（金融機関を除く）のうち，財務データが継続して把握できる921社を対象に，1968年度から1992年度まで25年間のデータを使って，ROEと三要素の相関性を調べたものである。それによると，ROEとROAの間には，強い正の相関関係が認められた（相関係数は0.877)。さらにROAとその構成要素である利益率と総資産回転率の関係についてみると，ROAと利益率の間には強い相関関係（相関係数0.867）があるが，ROAと総資産回転率の間にははっきりとした相関性は認められなかった（相関係数0.165)。

このデータ検証は，業種の違いや企業規模に関する相違を無視して，コンピュータ処理から単純に得られた結果である。だが，大手製造業24社から得た観察結果とも一致している。

3．ケーススタディ

ROEデータ分析のまとめとして，24社の中で異彩を放つ二社を取り上げて，さらに突っ込んだ分析を試みてみよう。まず取り上げるのは三菱重工業である。

三菱重工業の評価

同社の純利益率は，3.48%と比較的良好な水準（24社中の7位）を確保している。このためROAは，比較的高いランク（10位）に位置している。それをさらに高い財務レバレッジ倍率（5位）によって，ROEを一段と高くしている。ROEは9.19%もあり，24社中では任天堂，京セラについで3位である。

しかし「三菱重工業のROEは，良好である」と結論づけていいのだろうか。先に述べたように，財務レバレッジ倍率が高いことは，その分，大きな潜在的リスクを抱えているはずである。

14）古山徹「業種別ROEの特徴」（日本経営分析学会編『経営分析研究』第10号，1994年3月所収）を参照。

三菱重工業のROEのランキングは，少し厳しく見たほうがいいようである。

ちなみに三菱重工業のROAを不変として，財務レバレッジ倍率を24社平均である2.3倍にまで下げると，ROEは5.9%程度に下がる。この水準は24社中の中位である。この水準が，三菱重工業の本来の位置付けといえるだろう。逆に財務レバレッジ倍率が低い富士写真フイルムやトヨタ自動車の倍率を平均ラインにまで修正して試算すると，ROEはそれぞれ11.4%，6.5%に上昇する。

こうしてみると，96年3月期決算に関する限り，三菱重工業の実質的なROE水準は，トヨタ自動車とほぼ並ぶ位置にある。富士写真フイルムは，データ上では三菱重工業よりも見劣りするが，実質的には三菱重工業よりも高い水準にあるとみていい。

このようにROEの裏側をチェックした上でないと，安易にROEデータだけを取り上げて「あの会社のROEが高い，この会社が低い」と評価するのは誤解を招きやすく，分析上のリスクが大きくなる。新聞や経済誌などでROEランキングが掲載されるケースが増えているが，これらの数値を見る時は慎重な姿勢でのぞまなくてはならない。

今後の課題

次に，三菱重工業の時系列でみた動向分析を試みてみよう。次表は，過去6年間のROEとその要素がどう推移してきたのかを示す。

付表6　三菱重工業のROEと3要素の推移（単独決算）

	1991／3	92／3	93／3	94／3	95／3	96／3
ROE（%）	10.69	11.02	8.54	8.05	6.32	9.19
財務レバレッジ倍率	4.31	4.23	4.14	3.94	3.74	3.56
ROA（%）	2.48	2.61	2.06	2.04	1.69	2.58
純利益率（%）	3.42	3.58	2.95	3.00	2.40	3.48
総資産回転率（回転）	0.73	0.73	0.70	0.68	0.71	0.74
株主資本比率（%）	23.62	23.68	24.60	26.13	27.38	28.74

（注）1．株主資本比率は期末ベースの数字，その他のレシオは株主資本，総資産の期首期末平均を使って計算した。

三菱重工業は事業内容が幅広い業種にまたがる強味をいかして，バブル崩壊後の景気低迷期に，多くの大手メーカーの業績が悪化する中で，高水準の利益を維持してきた。その一つの要因として指摘できるのは，80年代前半に深刻な構造不況に陥った造船部門の採算が様変わりに改善した点である。85年秋のプラザ合意後，円高が急速に進む中で，輸出競争力の低下をコスト削減やリストラでしのいできた努力は評価されていい。

付表6を見ると，比較的高い利益率がとれている過去6年間に，少しずつ財務内容を改善してきたことが分かる。この間，株主資本比率は5ポイントほど上昇した。株主資本自体も3000億円あまり増えた。

株主資本比率の改善は，徐々に財務レバレッジ依存型の経営から脱しつつあることを意味する。96年3月期のROEと91年3月期，92年3月期のROEと比べると，ROAはほぼ同じレベルだが，96年3月期は財務レバレッジ倍率を低く押さえているためにROEが10%未満に留まっている。この意味で，96年3月期のROEは，5年前と比べても実質的に遜色はない。

三菱重工業が現在，進んでいる方向は，財務

内容の改善，いいかえると財務レバレッジの依存度を徐々に下げる方向であり，望ましいものである。同社にとって今後，必要なことは，一段と財務内を良くして，財務レバレッジ依存型の経営からいっそうの脱却を図ることであろう。高い財務レバレッジ倍率は，歴史的な低金利状態が続く現在のような状況下では許容されるとしても，金利水準が上昇してきた時には，マイナスに効いてくるリスクから逃れることができない。

任天堂の場合

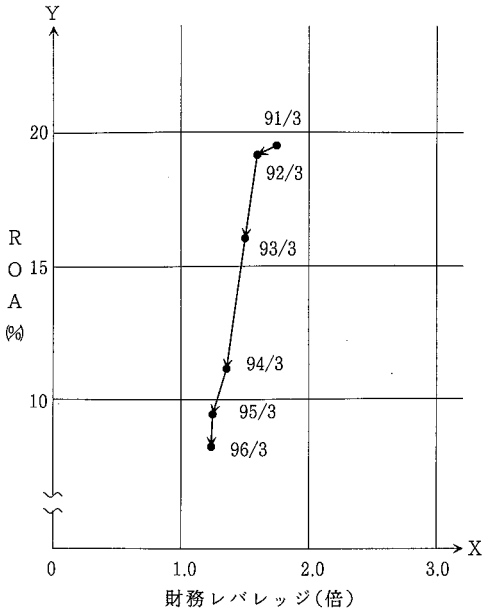
次に，大手製造業24社の中で異色メーカーと言える任天堂を取り上げよう[15]。任天堂のROEは，過去6年間，連続して下がった。バブルが頂点にあった91年3月期には34.28%という高水準にあったが，最近では10%を切るレベルにまで落ちた。

ROE低下の原因を探るために，ROEを構成するROAと財務レバレッジ倍率について，X軸にレバレッジ倍率，Y軸にROA(%)をとって，過去六年間の年度ごとの位置をプロットしたのが右上のグラフである。

各年度が示す点は，91年3月期から96年3月期にかけて直線に近いラインを描いて下へさがっている。財務レバレッジ倍率は少し低下した(右から左へ少し動いた)だけだが，ROAが大幅に下がったことを意味する。任天堂のROE低下は，もっぱらROA低下による現象である。

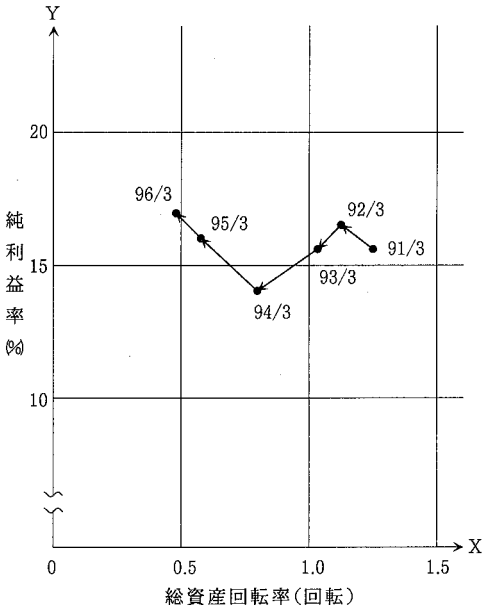
15) 任天堂をメーカーとしてとらえることに違和感を持つ人がいるかもしれない。だが任天堂は四カ所の自社工場を持つメーカーである。もっとも，そのうち三カ所は従業員数40名以下のミニ工場である。有価証券報告書によると，商品を外部から仕入れて自社製品・商品として販売している売り上げは，単独決算に関する限り見られず，「ファブレス経営」の要素も乏しい。この意味でも任天堂は典型的なメーカーといえる。

グラフ1　任天堂のROAと財務レバレッジ倍率の相関



では今度は，ROA低下について，純利益率と総資産回転率のどちらが主因となっているのか，この点を同様のグラフで探ってみよう。

グラフ2　任天堂の純利益率と総資産回転率の相関



こちらも一目瞭然である。各年度を結ぶ線は，

上下動しながら右から左へ水平移動している。任天堂のROA低下は，純利益率の低下よりも，総資産回転率の悪化によってもたらされた現象である。

ROE悪化の真の原因

では総資産の回転率低下は，どこからきているのだろうか。総資産は流動資産と固定資産に分けられるが，任天堂の場合はメーカーといっても製造工程は小規模である。有形固定資産は総資産のわずか6.4%（96年3月末現在，以下同じ）しか占めていない。

そこで固定資産を無視して，全体の85.9%を占める流動資産の主要項目について，それぞれの回転率を調べると次表のようになった。

付表7　任天堂のROEと3要素の推移（単独決算）

	1991/3	92/3	93/3	94/3	95/3	96/3
ROE（%）	34.28	30.69	24.48	15.49	11.93	9.93
財務レバレッジ倍率	1.74	1.61	1.51	1.38	1.25	1.23
ROA（%）	19.67	19.01	16.18	11.22	9.53	8.10
純利益率（%）	15.66	16.81	15.49	14.01	16.09	17.04
総資産回転率（回転）	1.26	1.13	1.04	0.80	0.59	0.48
流動資産／総資産（%）	90.7	91.9	88.9	87.8	82.9	85.9
流動資産回転率（回転）	1.39	1.24	1.16	0.91	0.69	0.56
棚卸資産回転率（回転）	14.53	14.68	20.49	20.97	21.40	22.96
手元流動性（カ月）	6.7	7.5	8.3	8.6	13.2	18.6
現預金残高（億円）	2215.7	2888.1	3902.1	3334.5	3847.1	4657.7
現預金／総資産(%)	55.0	58.5	66.9	57.2	64.0	70.2
売上高（億円）	4509.7	5075.0	5627.5	4670.7	3506.8	3004.8
純利益（億円）	706.3	853.0	871.6	654.3	564.3	512.1
株主資本比率（%）	59.15	64.25	67.63	77.14	82.53	80.72

（注）1．各種レシオのうち，流動資産／総資産（%），手元流動性（カ月），現預金／総資産（%），株主資本比率は期末数字を使用した。他は期首期末平均を使って計算した。

任天堂の流動資産を見ても，有価証券投資残高はわずか5.6億円しかない。そこで有価証券以外の主要項目を見ると，棚卸資産の回転率は改善する方向を示している。

一方，売掛勘定（売掛金と受取手形の合計，手形割引高は任天堂の場合ゼロ）の回転率が低下しているが，売掛勘定が総資産に占める比重は11.9%と小さい。比重の大きさを勘案すると，流動資産の実に81.7%（総資産の70.2%）を占める現・預金が高水準に張りついて，その比重が増加して資産回転を遅くしていることが歴然としている。

以上の分析から，総資産回転率を大幅に低下させ，さらにはROEを悪化させた主因は，現預金の異常ともいえる膨らみであることがわかった。これは，逆に言うと，売上高の増加ピッチが，現預金の増加ペースに追いついていないことを意味する。任天堂の売上高は93年3月期をピークに3年連続で減少しており，これが総資産回転率悪化の最大の原因である。

任天堂の評価

任天堂のROE低下現象をどう評価すればいいのだろうか。ROE分解から出発したこれまでの分析によって判明したことは，任天堂の

ROEやROAの低下について，通常，われわれが原因と考える利益率の悪化によるものではなく，資産回転率の低下，特に流動性の高い現預金が高水準に張りついていることが最大の原因となっていることである。

そこで，96年3月末現在で4657.7億円に達する現預金の内訳を見ると，48.0%が定期預金，49.0%が譲渡性預金で占められている。また現・預金全体の3.1%強が外貨建ての預金となっており，ほとんどが為替リスクのない構成になっている[16]。

ここに出ている姿は，流動性の高い資金を豊富に抱える会社のそれである。96年3月末現在の現預金だけでみた手元流動性比率は，売上高の18カ月分あまりにものぼり，富士写真フイルムを上回り大手上場企業の中では最高のグループに入るだろう。

このため任天堂のROE大幅低下に対する評価については，表面的なROE悪化が示すほどには，問題は深刻ではないという結論になる。任天堂は典型的なキャッシュ・リッチなバランスシート構成を維持し，96年3月期までは純利益率も横ばいを続けてきた。

だがROEが10%を切る水準にまで下がってきたことに加え，97年3月期の利益はかなり大幅な減益となる予想が出ている。資産効率（資産回転率）を犠牲にしながら利益率を維持する経営には，限界が見え始めたと言えよう。

資産の効率的運用の視点

過去4～5年間，毎年500億円前後にものぼる多額の利益留保を実現し，株主資本を急速に積み上げてきた任天堂だが，資産の効率的な活用という面で問題が生じている。

例えば，現預金の運用成果を見ると，決してほめられる結果は出てこない。任天堂の年間受取利息は161.2億円であるが，ここから関係会社からの受け取り分14.3億円を引いて純受取利息とし，一方，金利の付かない当座預金を差し引いた預金残高で割って，利回りを単純計算してみると3.2%という数字が出てくる[17]。金利水準が歴史的な低水準にあり，為替リスクがほとんどない国内預金主体の運用という安全性を考慮に入れると，この程度の運用利回りは許容範囲とも言えるが，戦略的な運用としては安全第一で手堅いだけの運用である。

こうした運用が許されている背景には，日本的企業社会の土壌の中で，オーナー経営者の意思が比較的容易に貫徹できる経営が維持されてきたこと，これまでの急成長過程で90年代初頭まで株価がほぼ連続して上昇し，無償増資が繰り返されてきたために，株主から強い不満が出てこなかった――などの点が考えられる。

しかし，97年3月期には大幅減益が予想され，ROEのさらなる大幅低下が避けられない以上，任天堂は豊富な資金力をテコにした内外企業の買収や，技術的な手段ではあるが，保有現預金の一部を使った自己株式の消去による株主資本の規模とROE水準の適正水準への修正など，さらに積極的な手を打つべき段階にきていると言えよう[18]。

4．まとめ

ここでは，上場企業の決算データを使いながらROEを考察してきたが，重要なポイントは，

16）ちなみに95年3月期の現預金残高は3847.1億円，総資産の64.0%を占めていたが，現預金全体のうち61.8%が外貨建て預金となっていた。このように任天堂の現預金の構成は，年によって大きく変化している。ここから言えることは，預金による運用の成果をあげるために，それなりにリスクを取る運用をする場合があるということだ。同社の流動資産は，流動性が非常に高いが，安全第一の形になっているわけでは必ずしもない。

17）任天堂が流動資産で抱える有価証券は5.6億円，固定資産に計上される投資有価証券は32.3億円。これらはすべて株式投資であるから，受取利息には保有債券からの受取利息は含まれない。

18）自己株式の消去は，株主資本中に蓄積された配

ROEの水準は，その背景にある要因を分析した上でないと，優劣の判断を簡単には付けられないということである。

ROEの3要素のうち，純利益率と総資産回転率の二つと財務レバレッジ倍率は，財務レバレッジに特有のリスクが存在することを考えると，三つの指標を同位に位置づけて評価するわけにはいかない。このため最近，マスコミや財務データ集などに出ている上場企業のROEランキングなるものは，業種ごとの特性の相違や経営スタイルの違いなどを考慮していないだけでなく，単に数字だけが一人歩きする危険性があるという意味においても，往々にして誤解を生む問題がある。

質の把握

ここで強調しなくてはいけない点は，それぞれの財務指標，レシオの持つ“質”を把握して，分析に活かすということである。最近，米国でも，企業財務分析の上で利益の安定性や堅さなどという「利益の質」を見直す動きが出ている[19]。

利益率やレシオに存在する質というものは，目に見えない，とらえにくいものだが，質の側面を把握した上で分析に入るという姿勢が大切である。

また，これまでの分析で明確になったように，ROEの改善方法は，財務レバレッジの引き上げによる方式を避けることが望ましく，純利益率の向上か総資産回転率の引き上げが手段となる。ところが，ROEとROA間の高い相関性，さらにROAと純利益率間の高い相関性から見て，結局のところ純利益率の向上こそが正解であるという，実に平凡な結論に到達する。

ところが，多くの経営者がこの点を現実には「ROEを良くすることが，わが社の経営目標だ」と表現しているわけで，この点にこそ重要な意味があるといえる。

ROEが目新しく写るからといっても，新しい利益率指標がここで発見されたわけではない。ただ1997年という時点を意識しながらわが国企業社会を見た場合，特に重要なポイントは，経営者がROEという言葉を使うことによって，株主利益に対する重視の姿勢を改めて示そうとしていることだ。株主の利害に関する経営上の配慮などついて，経営者が誠実に前向きに取り組もうとする意志をROEという言葉で代弁させようとしている。

最近，広がっているROE重視の流れは，ROEという言葉を使うことによる“メッセージ効果”が狙いである。ということは，ROE目標値を華々しく打ちあげて，それが達成できなかった場合，経営者に対する株主からの風当たりは，それだけきつくならざるを得ない。ROE重視経営では，まず何よりも経営者が自らの責任をきちんと自覚して，責任をとる覚悟ができていることが前提となる。

当可能利益の範囲内で行うことができる。一般に株価の下支え効果を狙って実行されることが多いが，自己株式の消去は，結果としてROEの引き上げにもつながる。

19) 例えば，Joel G. Siegel, *How to Analyze Businesses, Financial Statements, and the Quality of Earnings*, (Prentice Hall, 1991)を参照。

参考文献

[1] 倉澤資成「ROEの限界」『QRI Report』第15号（QUICK総合研究所，1995年1月）

[2] 田中弘『経営分析の基本的技法』第4版（中央経済社，1995年）

[3] 鳥邊晋司，東原英子『会計情報と経営分析』（中央経済社，1996年）

[4] ニッセイ基礎研究所（編）小野正人『これからの企業金融・財務戦略』東洋経済新報社，1992年

[5] 日本証券アナリスト協会（編）徳増倹洪，阿部大輔『証券アナリストのための企業分析』東洋経済新報社，1992年

[6] 日本証券アナリスト協会（編）津村英文，榊

原茂樹，青山護『証券投資論』第2版（日本経済新聞社，1993年）

[7] 古山徹「業種別ROEの特徴」『経営分析研究』第10号（日本経営分析学会，1994年3月）

[8] 森脇彬『Q&A決算書のみかた』財務経理協会，1995年

[9] 渡辺茂『ROE革命』東洋経済新報社，1994年

[10] 『会社財務カルテ』東洋経済新報社，各年度版

[11] Bernstein, Leopold A., *Financial Statement Analysis*, Boston, 5th ed., Irwin, 1993.

[12] Fridson, Martin S., *Financial Statement Analysis*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1991

[13] Siegel, Joel G., *How to Analyze Businesses, Financial Statements, and the Quality of Earnings*, 2nd ed., New Jersey, Prentice Hall, 1991.

[14] White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpaul C., Fried, Dov., *The Analysis and Use of Financial Statements*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1994.