



コラム

「柏原延行」のMarket View

#64 「持続的な低収益性」からの脱出（月刊バージョン）

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

まず、豪雨に見舞われた九州北部などで、被災された方にお見舞い申し上げます。

7月に入り、暑さが本格化しています。身体が暑さに慣れるまでには、いましばらく時間が必要のように思います。どうぞ、ご自愛ください。今回は月刊バージョンとして、写真付きでお送りします。

昼間の日差しが強くなるにつれ、夜の時間の魅力が増すように感じます。学生時代にウィリアム・シェイクスピア作の「真夏の夜の夢」(A Midsummer Night's Dream)を初めて読んだ時には、そのなんとも奇妙な内容に驚いたものです。夏至の夜には、妖精たちが力を増し、祝祭が催されるという言い伝えもあるようで、なにかしら夏の夜には不思議な感覚と魅力が含まれます。

我が国でも、怪談が語られる会が設けられこともあるようで、人知を超えた力を人が感じやすくなる季節であるのかもしれない。

子供の頃に、「エクソシスト」や「オーメン」シリーズに恐怖した経験がある私は、とても怪談の会には参加できませんが、夏の夜の魅力を味わいたく、先日「薪能」を鑑賞してきました。夏の夜に浮かび上がる舞台の中で、繰り広げられる「お能」は幻想的で、美しく、なにか人知を超えた夏の夜の魅力を感じることができました。演目は鬼を主題としたもので、日本人の中に、鬼が存在感を持っていたことがよく理解できます。また、舞台の後は、めったに飲まない日本酒を少し楽しんで、リラックスした時間を過ごせました。

さて、今回のコラムでは、(ゆったりとした気分で)少し長いスパンでみた我が国企業の変革の方向性を考えてみたいと思います。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

【ライトアップされる舞台】
(筆者 撮影)



（上場）企業を対象としたガバナンス・コードや投資家を対象としたスチュワードシップ・コードなどの影響もあり、我が国企業は変革への動きの中にあります。

「上場企業のコーポレートガバナンス（企業統治）の望ましい在り方を規定するガバナンス・コード」や「投資先企業の経営監視などコーポレートガバナンスへの機関投資家の取り組みを規定したスチュワードシップ・コード」については、その内容は多岐にわたります。その中で、何が重要であるかについては、様々な議論があるのですが、私は、我が国企業の「持続的な低収益性」の改善、具体的にいうと自己資本利益率（ROE）の改善が、最も重要なもののひとつであると考えています。

実は「持続的な低収益性」という言葉は、企業の変革の方向性を考える上で重要と思われる2014年8月に発表された『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家との望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）』にある表現です。いわゆる伊藤レポートは、全体で100ページを超えるものですが、骨格である「基本メッセージ」の中には、「長い間にわたって5%を割る低水準に陥ってきた」、「最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべき」（6ページ）との記述があり、数値目標としてのROEへの問題意識が高いことが分かります。

それでは、ROEの改善のためには、なにが必要なのでしょう。ROEは皆さまがご承知のとおり、当期純利益を自己資本で割ったものです（当期純利益/自己資本）。そして、この式は、①売上高純利益率、②総資本回転率、財務レバレッジの掛け算であるため、ROEはこの3つに分解することができるのがわかります。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{当期純利益} / \text{自己資本} \\ &= \text{当期純利益} / \text{売上高} \times \text{売上高} / \text{総資本} \times \text{総資本} / \text{自己資本} \\ &\quad (\text{売上高純利益率}) \quad (\text{総資本回転率}) \quad (\text{財務レバレッジ}) \end{aligned}$$

この式からは、①売上げに対する利益を大きくすること、②総資本に対する売上げを大きくすること、③自己資本に対する総資本を大きくすることでROEが向上することがわかります。

まず、財務レバレッジについて考えます。総資本とは、単純化すれば「他人資本（借金など）+自己資本」です。そこで、（負債利率と比較して総資本利益率が高いとの一般的な状況において）自己資本に対して、借金を大きくすれば、ROEが向上します。私たちの生活感からは、借金が無い（or少ない）企業のほうが優れた企業であるかのような印象を持ちますが、（他の条件が同じであれば）ROEの観点からは、借金が無い（or少ない）ことは不利に働きます（一方であまりにも自己資本比率が低いと倒産リスクがあります）。

そして、財務レバレッジ（以下、レバレッジ）は、①売上高利益率（以下、利益率）や②資本回転率（以下、回転率）とは異なる特徴を持っています。

利益率や回転率は、販売先との関係や取り扱っている商品の性質から決定される要素があり、経営者が簡単にコントロールをすることができません（例：一般的に企業が顧客に値上げをご承認いただくことは簡単ではありません）。

これに対して、レバレッジは、借金などにより自社株買いを行うことで、（信用力の高い上場企業にとっては）比較的容易、かつ自由なタイミングでコントロール可能といわれます。このため、レバレッジは、ROE向上の主役のように取り扱われ、会社説明会などでも自社株買い方針への質問が見受けられます。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

しかし、本当にレバレッジが「持続的な低収益性」の改善の主役なのでしょうか。

伊藤レポートには、「日米欧の資本生産性分解」(37ページ)との表題で、「ROEとその(分解した)要素」の地域別比較が掲載されています。この数値をみると「日本のROEが(極端に)低いこと」に加え、(回転率とレバレッジには地域別の差が大きい中、)「日本の利益率が(これまた極端に)低い」ことが分かります(図表1)。

すなわち、この数値からは、持続的な低収益性改善のための主役は、実は「レバレッジ」ではなく、「利益率」であることが読み取れます。

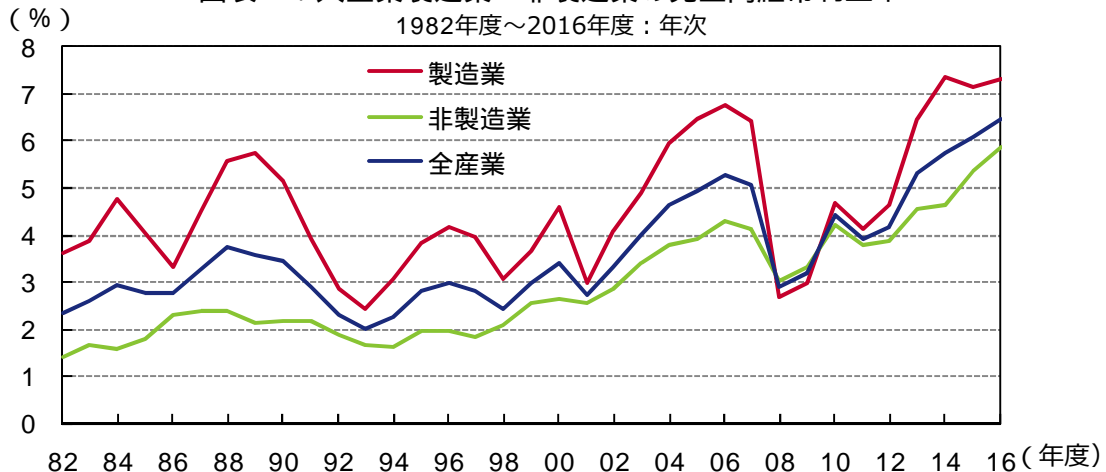
図表1：ROEとその要素の地域別比較

	ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	15.0%	8.9%	0.87	2.86

出所：伊藤レポートのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。
2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産を除く

先週発表された日銀短観での経常利益率をみると、図表2の通り、大企業全産業の2016年度の利益率は1980年以降で最も高い6.5%に達しました。このことは、我が国の企業が売上増加だけに邁進することなく、利益を確保するとの意識が高まっていることの証左であり、中長期的なROE改善、及び株価のサポート材料になると私は考えます。

図表2：大企業製造業・非製造業の売上高経常利益率



企業の利益確保への意識が高まることで、(消費者の立場からは残念なことですが) 価値のある舞台や美味しいお酒に支払う必要のある金額は高くなる可能性があるように思います。

なお、週刊エコノミスト7/18特大号の26ページに「円高でも株高」と私の寄稿記事が掲載されております。ご参考になれば幸いです。

【当資料で使用している指数について】

ございません。

(2017年7月10日 9:00執筆)

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。