

企業の利益構造と株価の低迷



京都大学大学院経営管理研究部 教授 川北 英隆

本稿では、日本の株価が低迷している原因を探りたい。具体的には、大企業の利益構造を分析したうえで、その利益水準が投資家の期待に込んでいるのかどうかを分析する。企業の事業活動が資本コストを賄えているのかどうかの分析でもある。

1——低下を続ける日本の株価

日本の株価が低迷を続けている。東証株価指数（TOPIX）の史上最高値（終値）は1989年12月18日の2,884.8ポイントである。その後の株価変動には景気変動に合わせたサイクルがあるものの、トレンド的には安値更新の方向にあると言っても過言ではない。

そのバブル後の株価の推移を確認しておきたい。

1990年の年初以降、株価は低下の過程に入り、98年10月には980ポイントの安値をつけた。この1998年10月は日本長期信用銀行が経営破綻した時である。当時はバブル崩壊の過程の最終段階であり、前年の山一証券と、その年の日本長期信用銀行や日本債券信用銀行の破綻により、日本経済は金融システム不安という新たな局面に入った。もっとも1998年以降は欧米でのIT株（情報通信株）のバブルもあり、2000年の年初まで株価は回復したが、そのITバブルが崩壊すると株価は再び下落し、2003年4月には773.1ポイントをつけ、安値を更新してしまった。

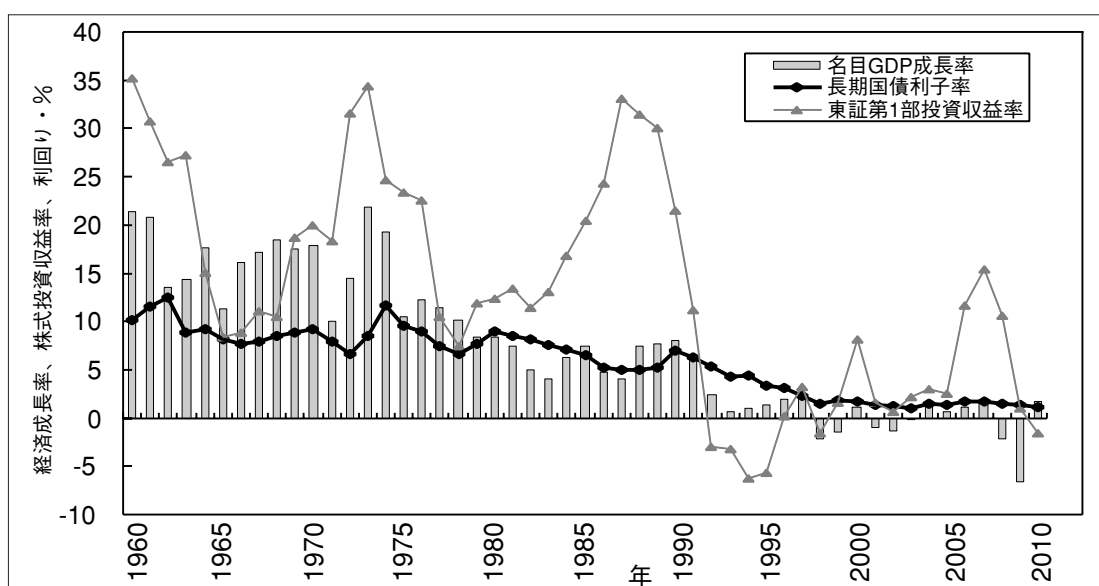
2003年以降、日本の金融システムも安定化し、また世界的な好景気という環境もあったことから、2007年2月の1,817.0ポイントまで回復した。これが最近の最高値である。しかし、2007年の夏にはサブプライムローン問題が表面化した。2008年9月にはリーマンショックが生じ、株価は09年3月の700.9ポイントまで下げた。それをボトムとして株価は上昇に転じたかに見えたものの、2011年3月の東日本大震災を経て、その年の11月末に706.1ポイントをつけることで、リーマンショック後の安値水準に顔合わせしてしまった。TOPIXが700ポイントすれすれの水準だった時期を探すと、1983年にまで遡らなければならない。

2—GDPと企業利益の関係

株価はもちろん、金利水準も経済実態を反映して形成される。図表-1は名目GDP成長率、株式投資収益率（配当込み、5年平均値）、長期国債利子率（市場での流通利回り）の推移を示したものである。これによれば、名目GDP成長率の低下と軌を一にして、株式投資収益率と長期国債利子率の低下が見られる。これらの相関係数も高い。

この事実は、最初に確認した日本の株価水準の下落（長期的な投資収益率の低下）傾向が名目GDP成長率の低下を反映しており、上場企業の収益力の低下と関係がありそうだと推論させる。もっとも、1990年代については、バブル崩壊によってPER（株価収益率）が低下した時期でもあったから、株価下落の主因が上場企業の収益力低下にあるとはいえない。そこで、以下では2000年代に焦点を当て、企業の利益構造と株価の低迷の関係を探ってみたい。

[図表-1] 株式投資収益率と長期国債利子率



(注) 株式投資収益率は当該年を含めた過去5年間の平均値。
 国債長期利子率は、1984年までは利付電々債、それ以降は10年利付国債流通利回りの年平均値。
 (資料) 内閣府、日本銀行、日本証券経済研究所等の資料に基づいて作成。

上場企業の利益は何に影響されるのだろうか。とりあえず国内で活動する企業を想定し、何が上場企業の利益を左右するのか、もう少し詳細に考える。

そうすると、第一に指摘できるのはGDP（国内総生産＝雇用者報酬＋営業余剰・混合所得＋固定資本減耗＋生産・輸入品に課される税－補助金）である。とりわけ、雇用者報酬（一般的に人件費）、営業余剰（営業利益）および固定資本減耗（減価償却費）の動向から影響を受ける。

第二に、その生産されたGDPの分配である。人件費にどれだけ分配されるのか、いわゆる労働分配率が影響する。人件費に分配された残りが企業の取り分であり、それが営業利益と減価償却費である。ここで減価償却費は当面の資金流出を伴わないものの、既存設備を維持するための費用である。その費用が適切に見積もられているのであれば、いずれ減価償却費相当の資金が補修等の投資として流出する。このため、当然のことながら、減価償却費の多寡は株価に反映されず、営業利益の大きさだけが重要な問題となる。

第三に、企業に分配された営業利益のうち、上場企業に分配される割合である。大企業に利益が集中すれば、株価にとってプラスになる。

以上の観点に基づき、日本の企業の状況を簡単に述べておく。

名目ベースのGDPだが、実のところ、現時点での名目GDPは20年前の1991年とほぼ同水準でしかない。この20年間、GDPの変動があったとはいえ、結果として経済規模の発展がなかったことになる。この間、企業の営業利益も増えていない。これには、金融機関の利益水準が低下したことも影響している。大企業（金融業と保険業を除く）だけを抽出すれば、2002年を底とする景気の拡大期において、1990年前後のピーク水準以上の営業利益を稼いでいる。

名目GDPと企業の営業利益の様相の差異を生み出した要因として、労働分配率の低下を指摘できる。1990年代末前後から、大企業が中心となり、人件費の削減に積極的に取り組んだ効果である。もっとも、労働分配率の低下はGDPの分配のあり方に影響するだけであり、GDPという全体のパイを膨らませるわけではない。むしろ、GDPが増えない中での労働分配率の低下は、個人にとって賃金収入の減少となる。これは個人消費の縮減をもたらし、GDPの引き下げ要因となりかねないことに注意が必要である。

とはいえ、労働分配率の低下はとりあえずのところ企業の取り分である営業利益を増大させる。このため、株価にプラスの効果をもたらすはずである。しかし、現実の株価は冴えない。この点をどのように説明すればいいのだろうか。

3—資本の効率性が低下

結論から先に述べれば、株価が冴えない最大の理由は、資本の効率性が低下したことにある。つまり、企業が投資家の期待に応えていないからだと考えられる。

企業は投資家から資金を調達し、その資金で有形、無形の資産を保有し、事業活動を行う。その事業活動の利益は投資家に分配される。投資家からすれば、企業に供給した資金への対価を得ることになる。問題は、投資家が資金供給する時点において要求もしくは期待していた対価が十分に得られたかどうかである。

投資に際して要求もしくは期待していた対価が得られないのであれば、投資家は失望し、資金を引き揚げようとする。この結果、貸出や社債形態での資金供給の場合、企業が経営破綻する。株式形態での資金供給の場合、即時に経営破綻とはならない。しかし、投資家は資金を引き上げるために株式を売却する。結果として、株価が下落する。

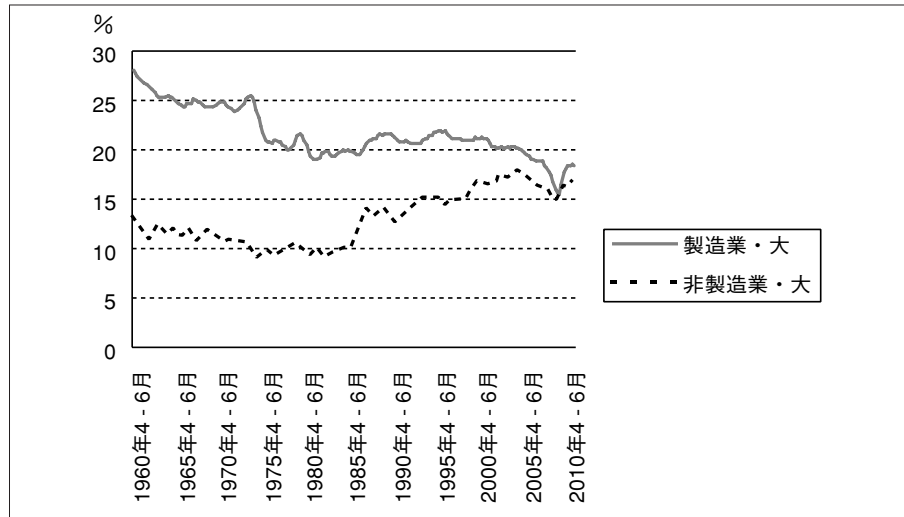
企業が投資家の要求もしくは期待に応えるには資本の効率性を上げるしかない。では、現実において資本の効率性はどうなっているのだろうか。

最初に、財務省「法人企業統計」を用い、資本金10億円以上の大企業の資本の効率性を分析しておく。なお、法人企業統計が提供するものは国内企業を対象としたデータであり、また金融業と保険業が除外されている。なお本稿で資本金10億円以上の大企業を分析対象としたのは、この資本金での区分が、東証第一部上場企業の区分に一番近いと考えたからである。

この分析のうち、まず付加価値に関する結果を示しておく。付加価値とは営業利益、人件費、減価

償却費の合計である。図表－2は売上高付加価値率の推移、図表－3は総資産回転率の推移、図表4は総資産付加価値率の推移である。ここで、「総資産付加価値率（付加価値/総資産）＝付加価値/売上高×売上高/総資産＝売上高付加価値率×総資産回転率」であることを確認しておきたい。これらの図表から判明することは次のとおりである。

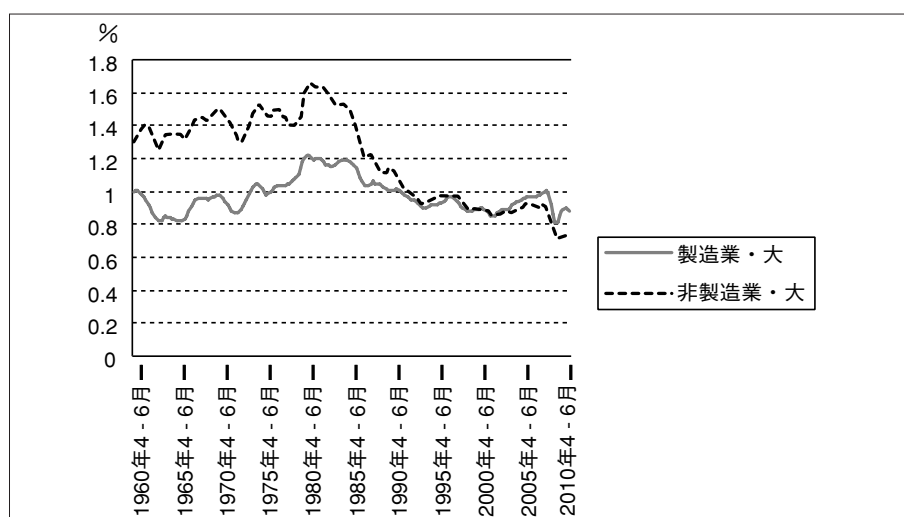
【図表－2】 売上高付加価値率



(注) 資本金10億円以上の企業を対象
(資料) 法人企業統計に基づき作成

① 製造業の売上高付加価値率は1990年代半ば以降、ほぼ一貫して低下している。非製造業は2000年代前半まで上昇し、その後に低下している。このうち、非製造業については、次の総資産回転率と併せて考えなければならない。

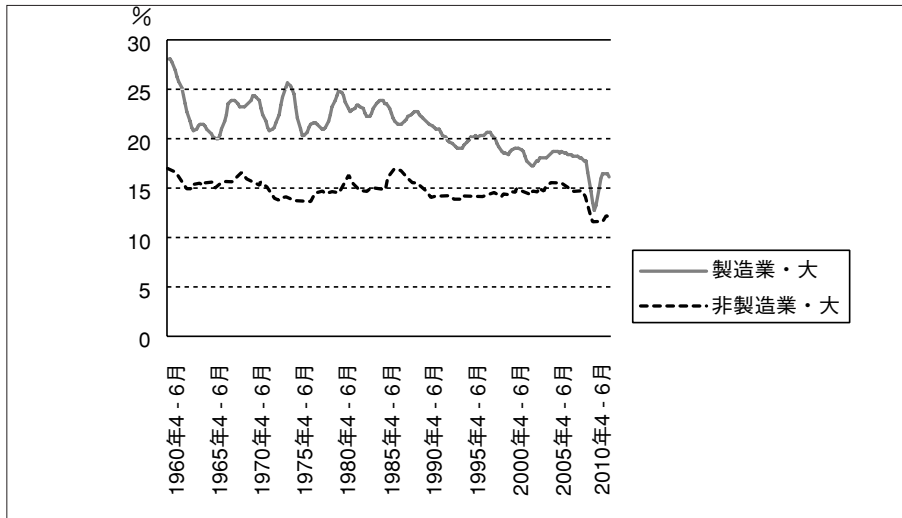
【図表－3】 総資産回転率



(注) 資本金10億円以上の企業を対象
(資料) 法人企業統計に基づき作成

② 製造業の総資産回転率は1980年代半ばから2000年代の前半まで低下している。非製造業の総資産回転率の低下も、その時期は製造業とほぼ同じだが、低下幅ははるかに大きい。

[図表-4] 総資産付加価値率



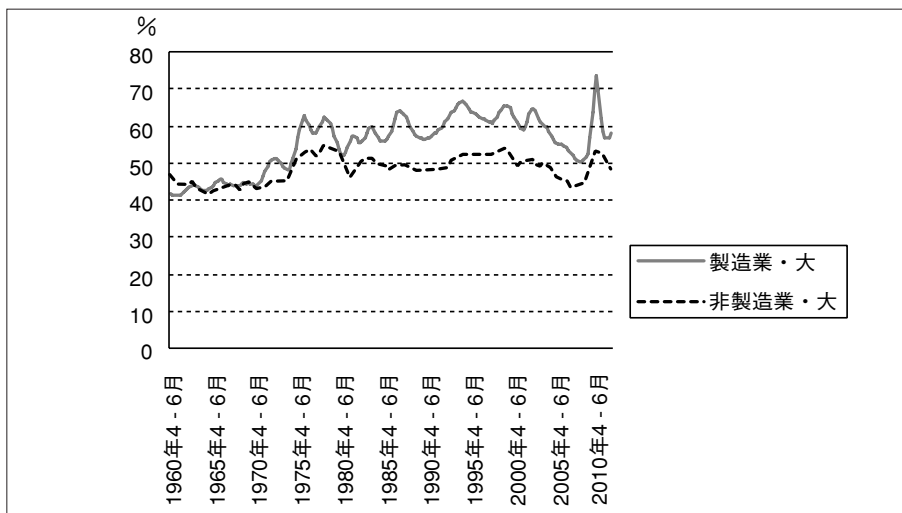
(注) 資本金10億円以上の企業を対象
 (資料) 法人企業統計に基づき作成

③ この2つが合わさり、製造業の総資産付加価値率は1980年代半ば以降、現時点に至るまで低下を続けている。一方、非製造業の総資産付加価値率はほぼ横ばいを続けていたが、2008年のリーマンショック以降、低下してしまっている。

この総資産付加価値率と総資産営業利益率の関係に大きく影響するのが、先に指摘した労働分配率である(図表-5)。この図表によれば、労働分配率は1990年代半ば過ぎまで上昇していたが、それ以降は低下している。リーマンショックは労働分配率を大きく上昇させたものの、足元では1990年代のピーク水準より少し低い水準にまで戻っている。

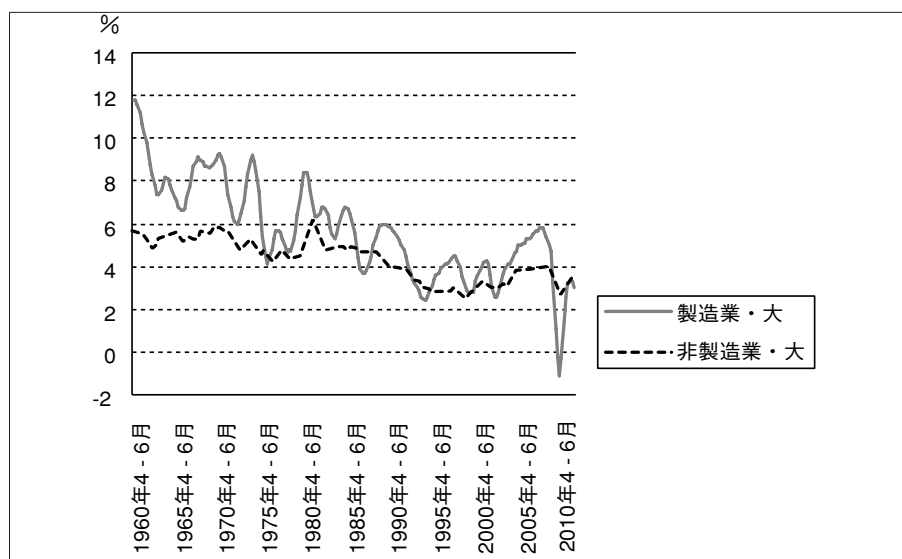
以上により、総資産営業利益率(図表-6)は、1990年代半ば過ぎがボトムであり、それ以降はリーマンショック前まで上昇していた。リーマンショックを経た現時点では、1990年代半ばのボトム水準を少し超えた水準になっている。もっとも、総資産営業利益率の水準そのものは1980年代以前と比べて低いことに注意が必要である。

[図表-5] 労働分配率



(注) 資本金10億円以上の企業を対象
 (資料) 法人企業統計に基づき作成

[図表-6] 総資産営業利益率



(注) 資本金10億円以上の企業を対象
(資料) 法人企業統計に基づき作成

以上から判明するように、付加価値の観点から日本の上場企業を評価すると、生産性が低下してきており、この傾向がまだ続いているように見受けられる。一方、営業利益の観点からすれば、労働分配率を引き下げることにより、企業は利益率の低下を食い止めている。しかしながら、GDPというパイが拡大しない中での労働分配率の低下は、個人の消費需要の抑制をもたらす。消費の抑制はGDPの成長を抑制してしまい、企業の供給能力に対して需要が不足する状態を生じさせ、デフレをもたらす。さらにデフレは、付加価値生産の効率性を引き下げる一因でもある。

4—資本コストを賄えない企業利益

問題は、現在の営業利益率の水準が、投資家の要求する資本コストを上回っているのかどうかである。この分析のため、資本コストを計測する。

資本コストとしてWACC (Weighted Average Cost of Capital) を用いる。WACCは、負債に関する税効果を加味したうえで、負債と株式 (純資産) のコストを、それぞれの調達割合を用いて加重平均したものである。すなわち、「 $WACC = \text{借入金利} \times (1 - \text{法人税等税率}) \times \text{負債での調達割合} + \text{純資産コスト} \times \text{純資産での調達割合}$ 」となる。

WACCと、それを構成している負債と株式のコストを求めるため、次の前提を置く (図表-7)。

[図表-7] 資本コストの前提 (長期的な期待値)

	製造業	非製造業
国債金利 (%)	1.5	1.5
負債コスト (%)	1.9	1.9
β	1	1
株式市場の期待収益率 (%)	5.5	5.5
負債の構成割合 (%)	30	55
純資産の構成割合 (%)	70	45
法人税等税率 (%)	40	40

国債金利として10年国債の金利を用いる。株式コストを計測するためには、将来の景気回復を見越したうえで、国債金利として長期的な均衡金利を用いることになる。標準的には1.5~2.0%程度の値が想定できる。そこで、今回の資本コストの計算のため、現在の10年国債金利よりもやや高めの水準である1.5%を用いることとする。

負債コストとして、日銀が公表している貸出約定平均金利（長期）の過去10年間の平均値を用いる。貸出約定平均金利（短期）を用いると1.4%程度になるが、国債金利をやや高めに設定したことで整合性を保つため、貸出約定平均金利（長期）を用いることとする。

株式のコストはCAPM（Capital Asset Pricing Model）から求めることとする。CAPMによると、「株式コスト＝国債金利＋ β ×（株式市場全体の期待投資収益率－国債金利）」となる。この式のベータ（ β ）は1とし、株式市場全体と完全に連動すると想定した。実際には製造業はやや1よりも高めに、非製造業はやや1よりも低めになると考えられるが、本稿では無視した。また、株式市場の期待収益率として、国債金利に4%のリスクプレミアムを上乗せした。このリスクプレミアムの想定水準は標準的だと考えられる。

資産と純資産の構成割合および法人税等税率について、現時点での実際の数値を用いた。

これらの前提に基づき資本コストを計算すると、製造業は4.2%、非製造業は3.1%となる。

ここで注意しなければならないのは、企業が、明確にコストを必要とする負債（ここでは借入と社債）や純資産以外の方法（代表的には買掛金や支払手形）でも資金調達している事実である。現時点では、借入や社債、および純資産の合計は資産合計の70%に相当する。残りの30%はこれら以外の「その他の方法」を用いている。この「その他の方法」が無コスト（実際には無コストではないだろうが、無視する）とすれば、資本コストは上の計算値よりも薄まり、実質的な資本コストは、製造業2.9%、非製造業2.2%となる。

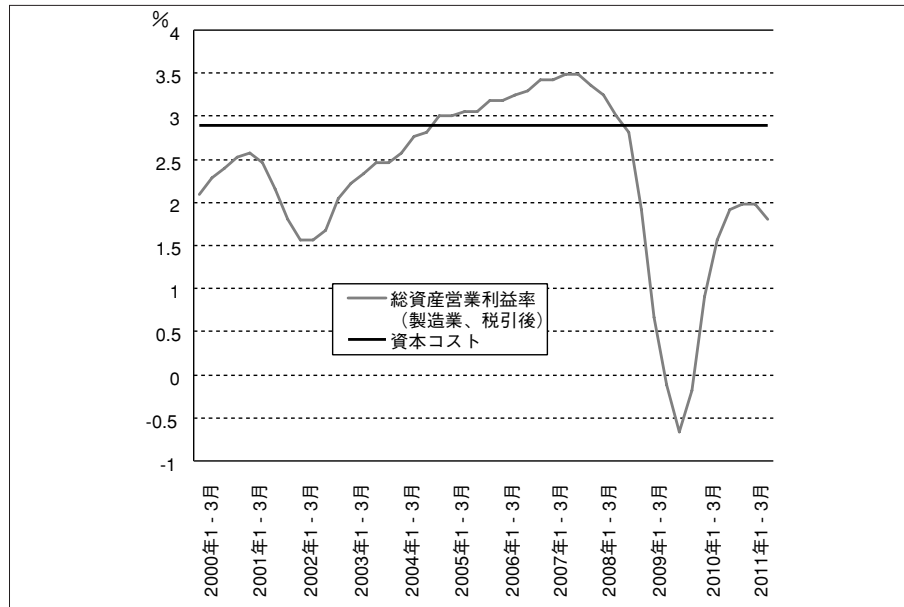
次に、このようにして求められた資本コストと利益率とを比較することになる。

利益率として用いることになるのは、投資家にコストを分配する前のものであり、かつ税を控除したものである。税金部分は投資家に分配できないわけだから、税を控除した利益率が適切である。これらのことから、資本コストとの比較に用いる利益率は、税引き後の総資産営業利益率となる。なお、負債での資金調達をもたらす税効果は資本コストの計算において加味したから、税引後総資産営業利益率を計算するには、負債による調達がゼロだと想定しておく必要がある。つまり、法人税等税率は40%と想定しているから、理論的な税引後総資産営業利益率は総資産営業利益率に0.6（すなわち1－0.4）を掛けたものになる。

計算結果を示すと、過去10年間の総資産営業利益率の平均値は製造業3.8%、非製造業3.4%であり、税引後総資産営業利益率は製造業2.3%、非製造業2.0%となる。

以上で求めた製造業の資本コストと税引後総資産営業利益率を比較したのが図表－8である。これによれば、2000年以降、労働分配率を下げることで資本の効率性を上げようと努力してきた日本の大企業（上場企業とみなしうる）は、多くの年において、資本コストを賄えていないことが判明する。なお、図表にはないが、非製造業もほぼ同様の状態にある。

[図表-8] 資本コストと利益率（製造業）



(資料) 総資産営業利益率は法人企業統計に基づき作成

資本コストには負債のコストと株式のコストが混在している。このうち負債のコストは、政策金利がゼロ付近に留まっているため、低い水準で推移している。企業の利益率がこの低い水準の負債コストを賄っているのは、大企業の倒産が頻発していないことから明らかである。

言い換えれば、現実において企業が賄っていないのは株式のコストである。すなわち、株式投資家が期待する投資収益率である。市場の平均値の近辺にある企業の株式に投資したとすれば、その企業が稼ぐ利益は投資家にとって満足がいかない。日本の平均的な株式が魅力薄とも言える。株価が低迷を脱せず、リーマンショックや東日本大震災のようなイベントが発生する度に底値を探ってしまうのも、企業の利益水準からすれば必然と考えられる。

5—資本の株価が反転するために

この20年、日本の株価は底値を切り下げてきた。1990年代の株価のプロセスはバブルの崩壊であり、ある意味で仕方ないものの、2000年代の10年間は投資家として失望である。

では、今後、日本の株価がさらに下げないために、何が求められるのだろうか。このことについて、経営側と投資家側の双方からコメントしておく。もちろん、市場仲介者（証券会社や取引所）、行政などのあり方に対してもコメントが可能だが、あまり大きな意味をなさない。

最初は経営に関して。1つは、ステークホルダーである従業員と投資家を意識した経営が望まれる。当然、製品やサービスの購入者も意識しなければならない。これらの結果として、製品やサービス1単位当たりの付加価値が上昇する。もう1つは、製品やサービスの供給量を増大させるため、日本を離れることである。国内の空洞化の問題は個々の企業にとってどれだけの問題なのか。まずは企業として生き残ることが最重要である。また、海外展開に伴い、国内に富を引き寄せることができれば、国内に新たな産業を生み出すことも可能となる。国内に閉じこもることにどの程度の意味があるのか、

再考すべきだろう。

次に投資家に関して。平均的な上場企業が投資対象となりえないことは以前からある程度意識されていた。本稿の分析は、そのことを数値的に示したにすぎない。要するに、何年にもわたり、企業活動が資本コストを賄えないのであれば、そのような企業には即時解散してもらったほうがいい。というのも、投資家として、企業解散時の残余財産を分配してもらえれば、その分配金を資本コストを賄う対象に投資できるからである。

現実の投資家はインデックスを模倣するため、つまり日本の場合であれば東証株価指数（TOPIX）とまったく同じパフォーマンスを達成するため、東証第1部上場企業のすべてに投資してきた。この投資スタイルはCAPMなどの投資理論に立脚しており、インデックス運用と呼ばれている。そもそもインデックス運用は、インデックス採用企業が資本コストを賄っているかどうかに関して無頓着である。それでは魅力のない企業の経営を野放しにするだけであり、企業を切磋琢磨させない。投資理論が立派に通用する市場とは、理論が拠り所とする前提が成立していなければならない。現在の日本市場は、この前提が成立していない。このため、投資理論がいくら優れていたとしても、その理論に立脚した投資は満足な投資成果を得ることができない。

一方、日本企業は、平均値として株式の投資対象となりえないだけであり、個々には投資対象となりうる企業が存在する。つまり、インデックスとして投資できないが、企業を選別するのなら投資できる。投資家は、この事実を重視すべきだろう。現在の日本市場は、個別企業の経営を評価し、投資の是非を判断すべき時期にある。このことをしっかり認識しなければならない。

なお、本稿で用いた分析データには海外での活動を含んでいない。もっとも、上場企業の連結決算データを用いたとしても、本稿の結論に大きな差異がないことだけを指摘しておく。

