

# 日本企業の今後の収益性を占う



金融研究部 研究員 前山 裕亮  
ymaeyama@nli-research.co.jp



まえやま・ゆうすけ  
大和総研、大和証券キャピタル・マーケット(現大和証券)、  
イボットソン・アソシエイツ・ジャパンを経て14年10月より現職。  
日本証券アナリスト協会検定会員。

## 日本企業の収益性が大幅に改善

アベノミクスや日銀の異次元緩和による円安効果もあり、2013年度は輸出企業を中心に多くの日本企業の業績が回復しました。法人企業統計(財務省)によると、企業の収益力を表す指標である自己資本経常利益率が、2013年度は2012年度の8.4%から2%以上上昇し、10.8%と2008年のリーマンショック以降で最も高くなったことからそのことがよく分かります。

より詳しく日本企業の収益性の変化を見るため、「(1) 自己資本利益率」「(2) 売上高利益率」「(3) 総資本回転率」「(4) 財務レバレッジ」の3つの指標に分けて見てみましょう。

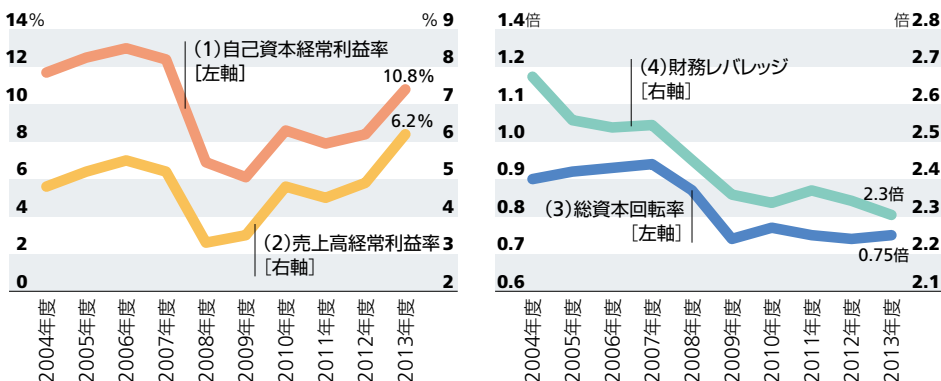
3つの指標による分解はデュポン・システムと呼ばれているものです。下式のように自己資本利益率は3指標の掛け算で表すことができます。右辺の3指標どれかが上昇(低下)すると、左辺の自己資本利益率も上昇(低下)します。

### 3指標による分解式

$$(1) \text{自己資本経常利益率} = \frac{\text{経常利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} = (2) \text{売上高経常利益率} \times (3) \text{総資本回転率} \times (4) \text{財務レバレッジ}$$

### 過去10年度の自己資本経常利益率と3指標の推移

注:財務省、法人企業統計(全産業(除く金融業、保険業)、資本金10億以上)より。なお、財務レバレッジは自己資本比率の逆数として算出。



## 利益マージン拡大が改善に寄与

3指標の変動を見ると、「(2) 売上高利益率」が2012年度の4.9%から2013年度6.2%と1%以上改善し、それに伴う収益性の向上であったことが分かります(左グラフ)。輸出企業の収益環境が円安の進行などにより好転し、それに伴う利益マージンの拡大が、業績回復の要因の一つといえるでしょう。

その一方で、「(3) 総資本回転率」については2009年度以降大きく変化せず、横ばいでした(右グラフ)。分母の総資本は年度ごとに大きく変動しにくいことを踏まえ、分子の売上高は業績回復が顕著であった2013年度でも、それほど増加していなかったことを意味しています。輸出に目を向けると、2013年度は2012年度比で増加したものの、前年度比で11%程度の緩やかな回復にとどまっており、円安による売上高の押し上げは限定的であったといえるでしょう。

また、「(4) 財務レバレッジ」についても大きく変動しておらず、むしろやや低下傾向にありました(右グラフ)。財務レバレッジは高いほど事業に投下している総資本に占める自己資本の割合が低くなるため、自己資本の効率性が高まります。その一方で、総資本に占める負債の割合が高くなるため、信用リスクも高くなってしまいます。一概に高ければ高いほどよいという指標ではありませんが、2013年度でもリーマンショック直後の2009、2010年度と同じ低水準にあったということは、統計上では企業のリスク・テイクがあまり進んでいなかったといえるでしょう。

## 回転率の向上、レバレッジ活用も必要

株式市場では今年度(2014年度)も更なる収益性の改善や、それに伴う株価の上昇が期待されています。一部ではサブプライムショック前の2007年前半の株価水準まで回復する声まで出てきています。そのような期待のより所の一つとして、円安進行による「(2) 売上高利益率」の更なる上昇があげられます。しかし、「(2) 売上高利益率」の短期的な改善には限界があり、力強さを欠いた一過性の業績回復で終わってしまう可能性があります。ショック前の水準まで企業の収益性や株価が回復し定着するためには、「(2) 売上高利益率」と合わせて、ショック前と比べて低水準にある「(3) 総資本回転率」や「(4) 財務レバレッジ」の上昇を伴った、稼ぐ力の底上げが必要なのではないでしょうか。

今後の日本企業の業績回復とともに、売上高利益率、総資本回転率、財務レバレッジの3つ指標の変化に注目しましょう。