

日本企業の稼ぐ力は高まったのか

企業収益の国際比較にみる日本企業の変化と課題

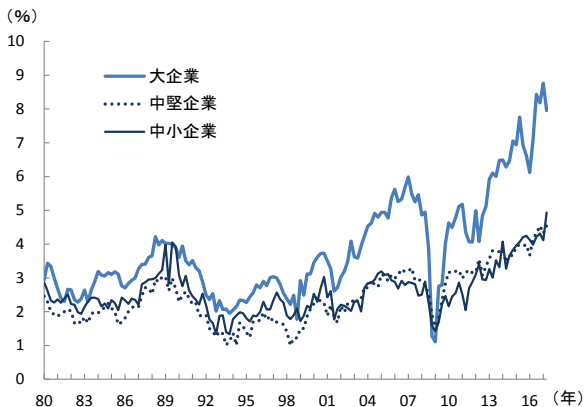
みずほ総合研究所
 調査本部 経済調査部
 03-3591-1419

- 日本企業の収益性は独英に並ぶ水準まで改善も、米国比ではいまだかい離。負債の有効活用を示す財務レバレッジと、事業の収益性を示すROS（売上高純利益率）に差異がある状況
- 日本の財務レバレッジ低下は足元一服も、日米のROSのかい離幅は拡大。産業構造の違いに加えて、米国では、寡占的地位にあるIT分野を中心に高い収益性を有する産業が多い
- 日本はROEのバラツキが米国比小さく、低リスク・低リターンの構造。企業・事業の新陳代謝の違いが影響している可能性があり、政策的取組や企業の自助努力による新陳代謝の促進が必要

1. 企業収益は過去最高水準に。しかし国際的にみて本当に稼ぐ力は高まったのか？

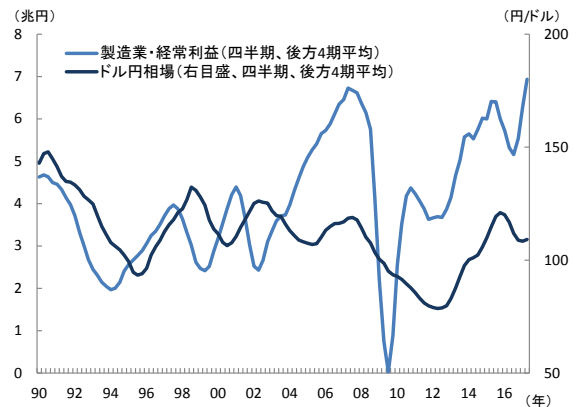
日本企業の収益改善が続いている。財務省の法人企業統計によれば、2012年頃から大企業、中堅、中小企業ともに企業収益は回復傾向にあり、足元では歴史的にみても過去最高水準になっている（図表1）。企業収益改善は、特に製造業などにおいて円安などの外部環境の変化の影響が大きいという指摘もある。しかし、日本企業の海外生産シフトや、本邦海外現地法人の日本からの輸入比率の低下などから、ドル円相場と製造業の企業収益は連動性が弱まる傾向にある（図表2）。そのため円安要因のみでの説明は難しく、日本企業の収益力強化、いわば稼ぐ力の高まりが企業収益の改善に寄与した可能性がありそうだ。ただし、グローバル全体でみても企業業績は概ね回復傾向にある。その中で、日本企業の収益は海外企業と比べても本当に拡大したといえるのだろうか。

図表1 日本企業の経常利益



(注) 全規模・全産業(除く金融保険業)。
 (資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表2 製造業の経常利益とドル円相場

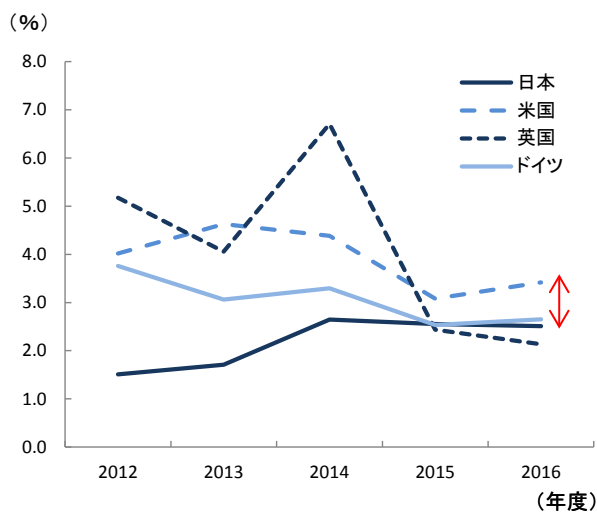


(注) 全規模・製造業。四半期データの後方4期平均値。
 (資料) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「外国為替市場」より、みずほ総合研究所作成

2. 収益性は独英企業と比べそん色ない水準に。米国企業と比較するといまだ開き

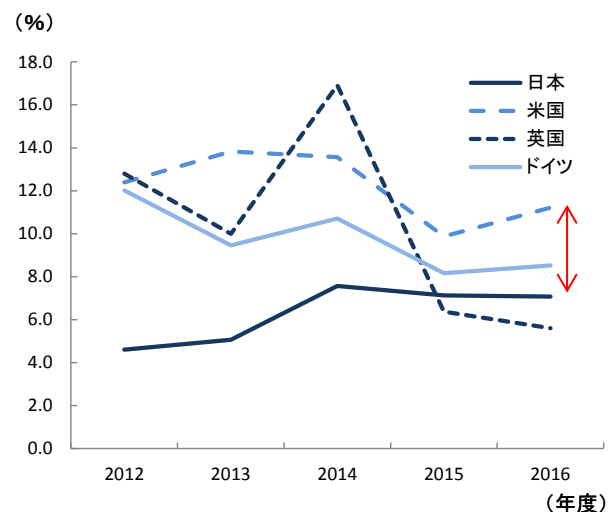
そこで本稿では2012年度以降の企業収益の国際比較を行った。まず、企業の収益力を示す指標であるROA（総資産純利益率）、ROE（自己資本純利益率）について、2012～2016年度の上場企業の平均値の4カ国比較をしたものが図表3、4である。同データをみると、独英のROA、ROEは2016年度までの5年間でやや低下したのに対し、日本の収益率は改善しており、独英企業と比べても日本の企業収益力はそん色ない水準になったといえそうだ。一方で米国企業と比較すると、ROA、ROEともにいまだ大きな開きがある状況だ。

図表3 ROAの国際比較



(注)2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業の平均値。金融業を除く。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表4 ROEの国際比較



(注)2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業の平均値。金融業を除く。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

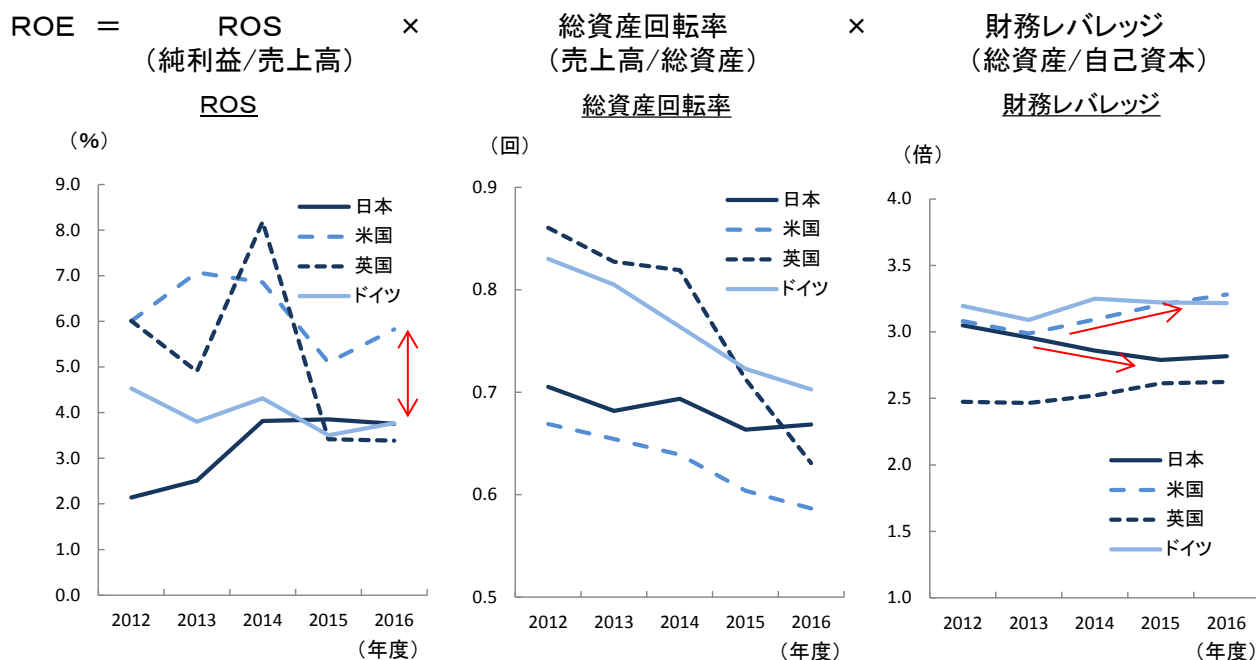
3. 米国比では、売上高純利益率や財務レバレッジに差異あり

次に、米国との収益力の差の要因を確認するために、ROEを3つの要素に分解して比較してみよう。ROEは事業の収益性を示す①ROS（売上高純利益率、当期純利益÷売上高）、資産の活用度合いを示す②総資産回転率（売上高÷総資産）、負債の活用度合いを示す③財務レバレッジ（総資産÷自己資本）に分解することができる（図表5）。

上記の3つの要素で国際比較をすると、②総資産回転率に関しては、日本はやや低下傾向にあるものの、米国よりも高い水準で推移している。なお、独英に関しても、米国よりも高い水準になっている。一方、①ROSについては、日本は改善傾向にあり、独英に並ぶ水準になったものの、米国と比べるといまだ大きな差異がある。また③財務レバレッジについても、日本は2014年頃から米国とややかい離が出ている状況だ。

では、ROSや財務レバレッジの日米の違いはどのような要因で生まれているのだろうか、以下ではそれぞれの要素をさらに分解して、その背景を探っていく。

図表5 ROEの要因分解と国際比較



(注)2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業の平均値。金融業を除く。
 (資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

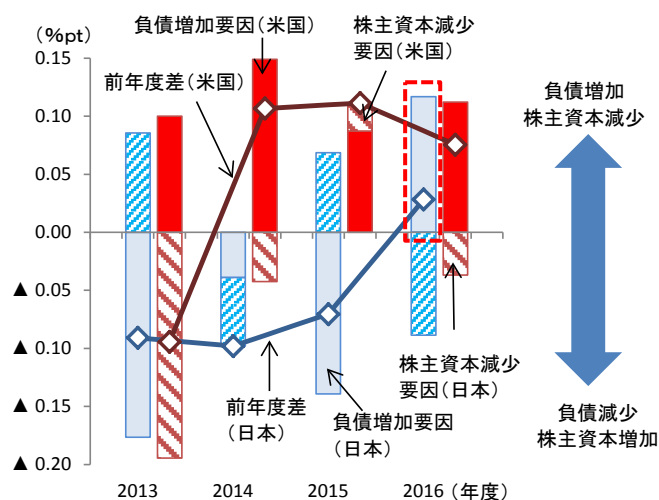
4. 日本は負債圧縮により財務レバレッジが低下。ただし2016年度に入り変化の兆し

まず、2014年度から日米間がかい離が出ている③財務レバレッジの変化の要因をみてみよう。図表6は、日米企業の財務レバレッジの前年度差を、負債増加要因と株主資本減少要因で寄与度分解したものである。

米国企業が負債を増加させ、2014年度から2016年度にかけてレバレッジを高めてきた一方で、日本企業は負債を圧縮し、2013年度から2015年度にかけてレバレッジを縮小させてきた。日本企業の負債圧縮の動きは財務キャッシュフローの変化からも確認することができる(図表7)。日本の上場企業等(上場企業及び有価証券報告書対象企業)は2013年度から2015年度にかけて、自社株取得・配当によるキャッシュアウトを拡大させた一方で、有利子負債調達によるキャッシュインのプラス幅を縮小、またはマイナス幅を拡大させてきた。ここ数年、日本企業は株主還元を強化した一方で、設備投資などについては企業収益の範囲内でとどめてきたことが背景にあると考えられる¹。

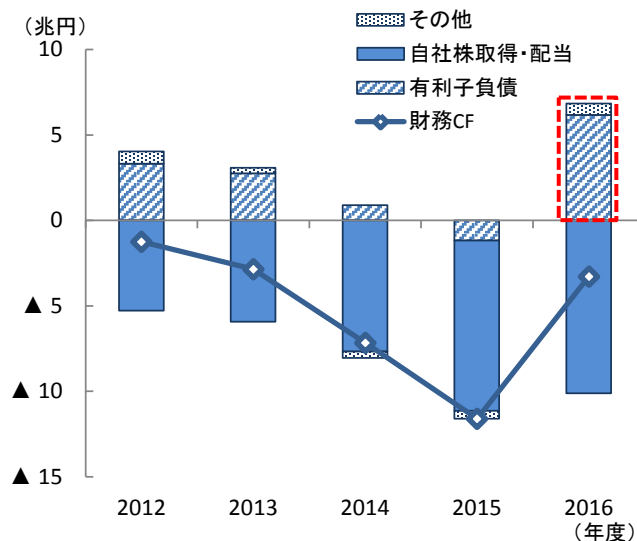
なお、2016年度においては、グローバル化や情報化に対応するための設備投資や投融資(M&A)拡大などの動きを反映し、有利子負債が大幅に増加している。結果として図表6に示すように、日本企業は再び負債を増やす動きに転じている。足元の企業の資金調達動向をみても、低金利環境が続くなかで増資よりも借入や社債が拡大しており、財務レバレッジを活用する動きがみられはじめています。2015年度頃までみられた日本の財務レバレッジの低下に歯止めがかかったといえるのか、2017年度の動向が注目される。

図表6 日米企業の財務レバレッジの前年度差と要因の推移



(注) 2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業決算より算出。除く金融業。財務レバレッジ＝総資産÷株主資本であるため、総資産が不変のまま分母の株主資本が減少すると財務レバレッジは上昇する。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表7 日本企業の財務キャッシュフロー推移



(注) 上場企業等は上場企業及び有価証券報告書対象基準となる企業の合計値。連結決算ベース。その他金融業を除く。
(資料) 日経NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

5. 日米ROSの違いは産業構造の違いが大きいものの、純粋な収益力にかい離も

次に、日米の①ROSの違いを産業別比較からさぐってみよう。2012～2016年度平均での全体に占める産業別(大分類)の収益のウェイトと、日米の産業別のROSを比較したものが図表8、9である。日本の企業収益は資本財・サービスや一般消費財・サービスのウェイトが高い一方で、米国では情報技術、いわゆるIT分野のウェイトが高くなっている。図表9にある通り、情報技術のROSは資本財・一般消費財よりも高い水準にあり、こうした米国と日本の収益を稼ぐ産業の種類およびそのウェイトの違いが、国全体でみた場合の収益性の違いに繋がっているようだ。

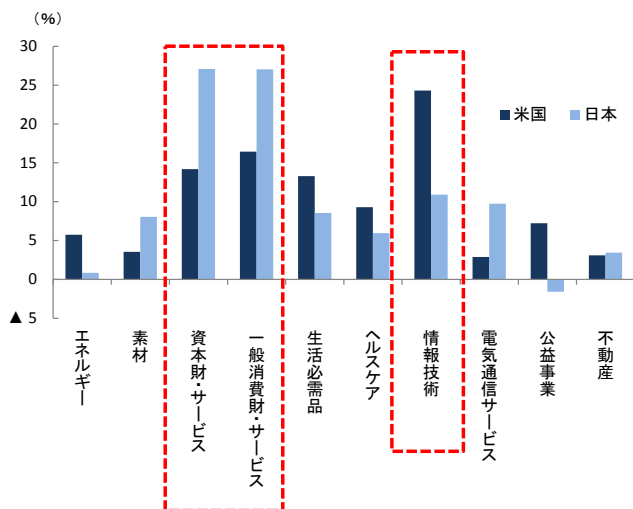
しかし、産業ごとの収益比較をすると、電気通信サービスを除き米国企業の収益性が高くなっている。この点についてはどう考えるべきだろうか。

一つには製造業とサービス業のウェイトの違いによるものだ。たとえば一般消費財・サービスに占める産業別(中分類)の収益のウェイトとROSの比較をしてみると(図表10、11)、日本では自動車・自動車部品が収益の太宗を占めており、製造のウェイトが高いが、米国では消費者サービスやメディア、小売などのいわゆるサービスのウェイトが高くなっている。図表11にみられるように、自動車産業よりも、消費者サービスやメディア産業の収益性が高いことが米国の一般消費財のROSの高さに繋がっていることがうかがえる。

ただ、産業別(中分類)で細かく区分しても、自動車・自動車部品などの一部の産業を除き多くの産業でROSにはかい離が確認された。そのため、産業構造の違いがもたらした側面はあるものの、多くの産業で収益性に差異があると考えられる。日米の会計基準の違い、また日米の国内における競争環境の違いを指摘する声もあり、一概に日本の稼ぐ力が弱いとは言えないが、米国では高い収益性を

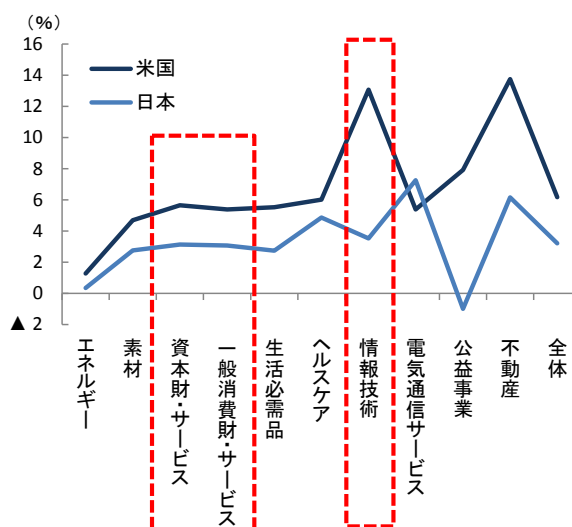
有する産業、企業が多いことが示唆する結果といえるだろう。なかでも特徴的なのが米国の収益ウェイトがもっとも高いIT分野である。

図表8 日米の産業別（大分類）
収益ウェイト比較



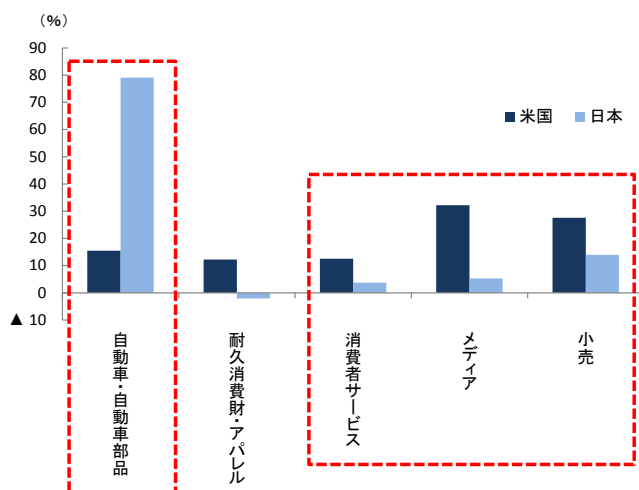
(注) 2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業決算より算出。除く金融業。2012～2016年度平均値。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表9 日米の産業別（大分類）
ROS比較



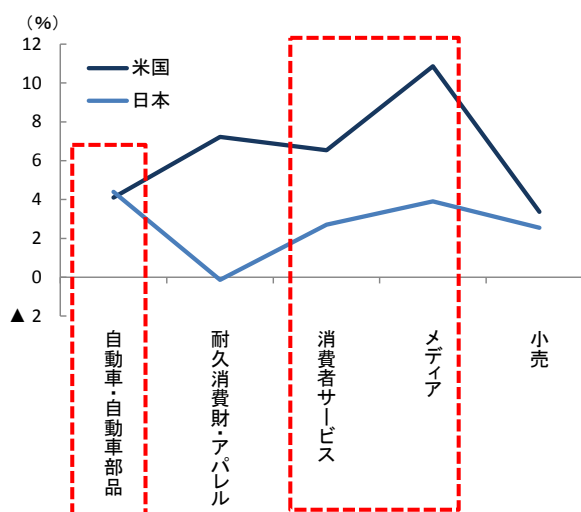
(注) 2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業決算より算出。除く金融業。2012～2016年度平均値。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表10 一般消費財・サービスの産業別
（中分類）収益ウェイト比較



(注) 2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業決算より算出。除く金融業。2012～2016年度平均値。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表11 一般消費財・サービスの産業別
（中分類）ROS比較



(注) 2012～2016年度の決算が集計可能な上場企業決算より算出。除く金融業。2012～2016年度平均値。
(資料) OSIRISより、みずほ総合研究所作成

6. グローバル収益全体で見ると、米国企業が競争力を有するIT分野が拡大

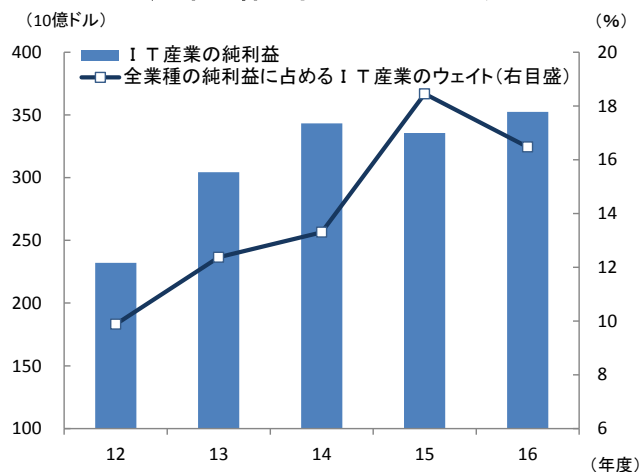
米国の上場企業収益の3割弱を稼いでいるIT分野は、グローバル全体で見てもこの5年で収益が拡大している(図表12)。世界全体の企業収益に占めるIT企業の収益の比率は2012年度時点の約10%から、2016年度には20%弱に拡大している。特徴的なのは米国のIT企業が5割強のシェアを維持し続けていることだ(図表13)。

IT分野における米国の主要企業の特徴としては、AmazonやGoogle、Facebookなどの新たなPlayerが出現し、各々競争力を高めていることだ。新興の米国IT企業の特徴としては、グローバルにビジネスプラットフォームを構築し、各々の事業領域で寡占的な地位を築いている点にある。こうした要素が米国企業のグローバルにおける収益シェアの高さの背景にあると考えられる。

さらに近年では米国のIT企業が他産業に実質的に進出し、付加価値の取込を図る動きも多くみられる。典型的な例としてはAmazonがネット通販市場での事業展開の拡大などを通じ、小売業の付加価値を取り込む動きである(米国において「Amazon Effect」と呼ばれる動き)。米国に限らずグローバルにIT企業はこうした展開を実施しており、結果として世界全体に占めるIT企業の収益の割合が拡大している要因の一つになっているようだ。

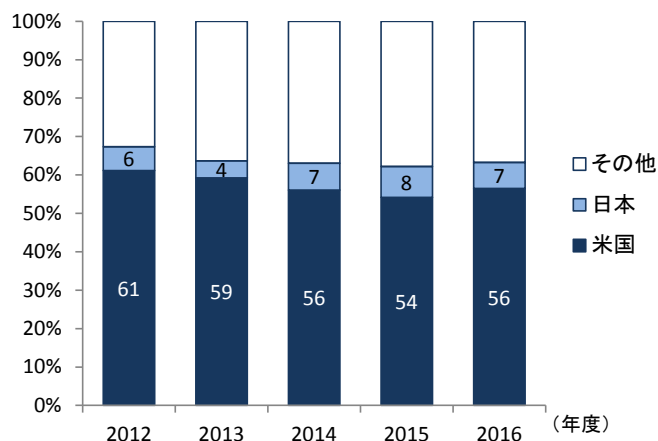
更に、今後はGoogleの自動運転の取組に代表されるように、小売業に限らず様々な産業にIT企業が進出する動きが進んでいくと考えられる。既存企業との競争の結果次第ではあるが、グローバル収益全体に占めるIT企業のウェイトがさらに高まる可能性もある。

図表12 世界のIT企業の当期純利益と産業全体に占める収益のウェイト



(注)2012~2016年度の決算が集計可能な世界の上場企業決算より算出。除く金融業。
(資料)OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表13 世界のIT企業の当期純利益に占める米国企業のウェイト



(注)2012~2016年度の決算が集計可能な世界の上場企業決算より算出。除く金融業。
(資料)OSIRISより、みずほ総合研究所作成

7. 収益のバラツキが示唆する日本の低リスク・低リターンの構造

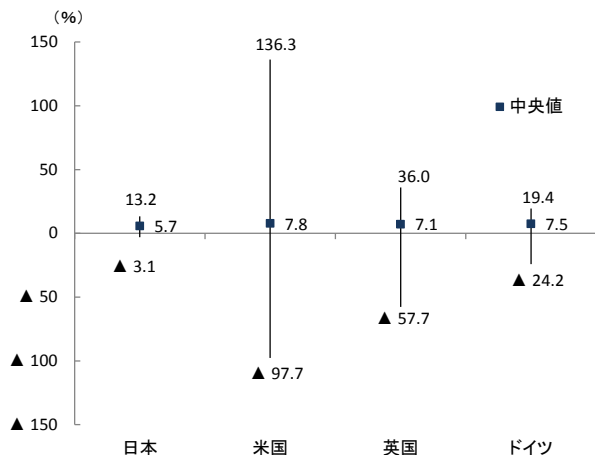
また、日米の収益力の違いの背景には、企業のリスク許容度の違いもあるとみられる。伊丹他(2008)に倣い、2012～2016年度の主要4カ国の上位、下位10%企業のROEの平均値、および中央値を示したのが図表14である。米国は収益のバラツキが最も高い一方で、日本は収益のバラツキが低いことを示す結果となった。収益の分散度合いを示す標準偏差を横軸に、収益力を占めるROEの中央値を縦軸にとるとよりその違いが顕著で(図表15)、米国が高リスク・高リターン構造になっているのに対し、日本は低リスク・低リターンの構造になっていることを示唆する結果となった。

日本が低リスク・低リターンの構造になっている要因としては、企業、あるいは事業の新陳代謝が米国と比べて進んでいない可能性が考えられる。

まず企業の新陳代謝については、日本の開廃業率の低さが端的に日本の状況を示唆している。日米で定義の違いがあり幅をもってみる必要があるが、2012～2013年の日本の開業率・廃業率はそれぞれ4.6%、3.9%に対し、同時期の米国は7.4%、9.0%と大きな乖離がある(図表16。独英も日本と比べて高い開廃業率となっている)。また、国税庁によれば2015年度における赤字法人割合は約65%、連結企業ベースでも約39%となっており、景気回復で減少傾向にあるとはいえ、いまだ相当数の低収益企業が残存している状況だ(図表17)。日本全体でみた収益力の強化には、企業の新陳代謝を促すべく、不必要な補助制度の見直しや廃業コストの低減、また起業サポートの促進などが求められよう。

個別事業レベルでも、未来投資会議において、米国企業対比で日本企業は収益性の低い事業を多く存続させていることが指摘されるなど、課題が残っているようだ。日本企業のM&A件数は上場、非上場企業ともに近年増加傾向にあり、積極的に企業買収を実施する動きがみられる。ただ一方で、事業売却などにより不採算事業をいかに削減していくかという点では、いまだ改善の余地があるようにも見受けられ、事業ポートフォリオの見直しは道半ばの印象がぬぐえない。

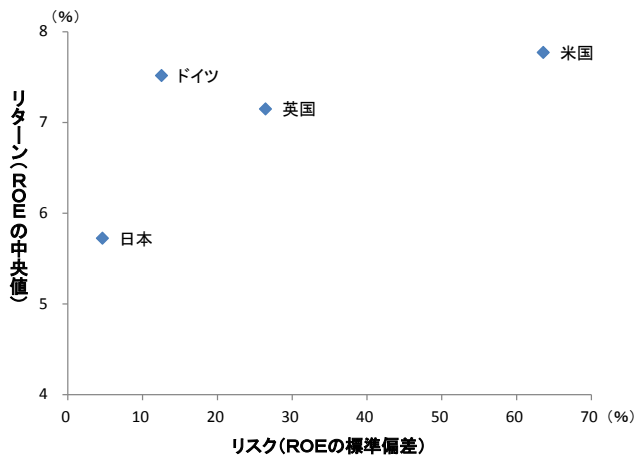
図表14 ROEの中央値と上位・下位10%平均値の国際比較



(注)2012～2016年度の各国ROE平均の中央値と上位、下位10%企業の平均値。ただし、外れ値処理として上位・下位5%を除く。

(資料)OSIRISより、みずほ総合研究所作成

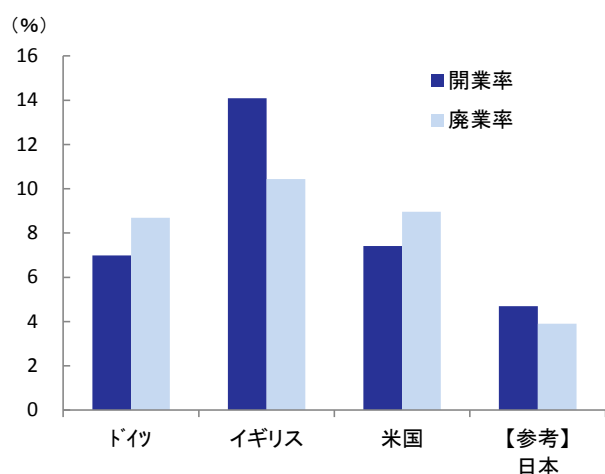
図表15 ROEの中央値と標準偏差の国際比較



(注)2012～2016年度の各国ROE平均の中央値と上位、下位10%企業の平均値。ただし、外れ値処理として上位・下位5%を除く。

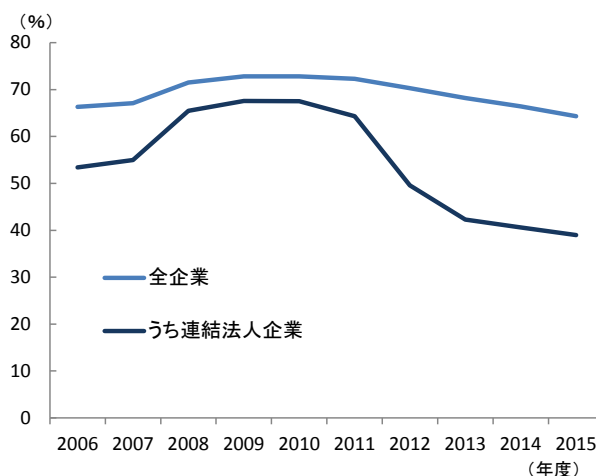
(資料)OSIRISより、みずほ総合研究所作成

図表16 開廃業率の国際比較



(注) 2012～2013年平均。海外は有雇用企業の開廃業率。日本は雇用関係の成立・消滅事業所数の割合で算出。
 (資料) OECD”Entrepreneurship at a Glance 2016”、厚生労働省「雇用保険事業年報」より、みずほ総合研究所作成

図表17 赤字法人割合



(注) 税務上の欠損法人企業の割合であり、会計上の赤字企業とは一致しない点に留意。
 (資料) 国税庁「会社標本調査」より、みずほ総合研究所作成

8. おわりに

以上みてきたように、日本企業の収益力は改善しているものの、米国との比較でみると、いまだ事業の収益性（ROS）や、財務レバレッジで見劣りする状況だ。

財務レバレッジについては2013～2015年度にかけての日米の負債の活用状況の違いが寄与していた。ただし、2016年度に入り日本企業もM&A等の積極的な投資により負債の減少から増加に転じており、日米の財務レバレッジのかい離幅の拡大は一服しつつある。

事業の収益性については、日米の産業構造の違いが影響した側面があり、単純な比較は禁物だ。ただし、産業ごとに比較しても、日本が競争力を有する一部の産業を除き、いまだに収益力にかい離があるのは事実である。特に特徴的なのはIT分野だ。米国のIT企業はグローバルな事業プラットフォームの構築により高い収益性を維持、あるいは強化しており、近年では他産業に進出し付加価値をさらに高める動きが出てきている。

また、日米の収益性のかい離の背景には、日本のリスク許容度の違いも影響している可能性がある。日本が低リスク・低リターン構造になっている要因としては、企業あるいは事業の新陳代謝が米国と比べて必ずしも進んでいないことが考えられる。政策的には企業の新陳代謝を促すような、不必要な補助制度の廃止、廃業コストの低減を図りながら、起業を後押しする政策的取組が求められよう。また各企業においても、グローバルな競争を勝ち抜くため、事業ポートフォリオの見直しなどによる事業の新陳代謝を積極的に促進していく姿勢が問われている。

(参考文献)

伊丹敬之、一橋MBA戦略ワークショップ(2008)「企業戦略白書VII」(東洋経済新報社、2008年9月)

徳田秀信、小西裕輔(2016)「世界企業データによる生産性分析」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』
2016年6月15日)

日本銀行調査統計局(2007)「上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動(2007年)」(日本銀行『BOJ
Reports & Research Papers』2007年12月)

¹ 図表 6 の負債は有利子負債以外も含んでおり、図表 7 の有利子負債のキャッシュフローの動きとは完全には一致しない。また、図表 6 の株主資本についても、配当金を分配した後に残る利益剰余金の増減も影響するため、図表 7 の自社株取得・配当の動きとは完全には一致しない。

[共同執筆者]

経済調査部 首席主任エコノミスト	有田 賢太郎	kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp
経済調査部 主任エコノミスト	大野 晴香	haruka.ono@mizuho-ri.co.jp
経済調査部 エコノミスト	佐藤 高	takashi.sato@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。