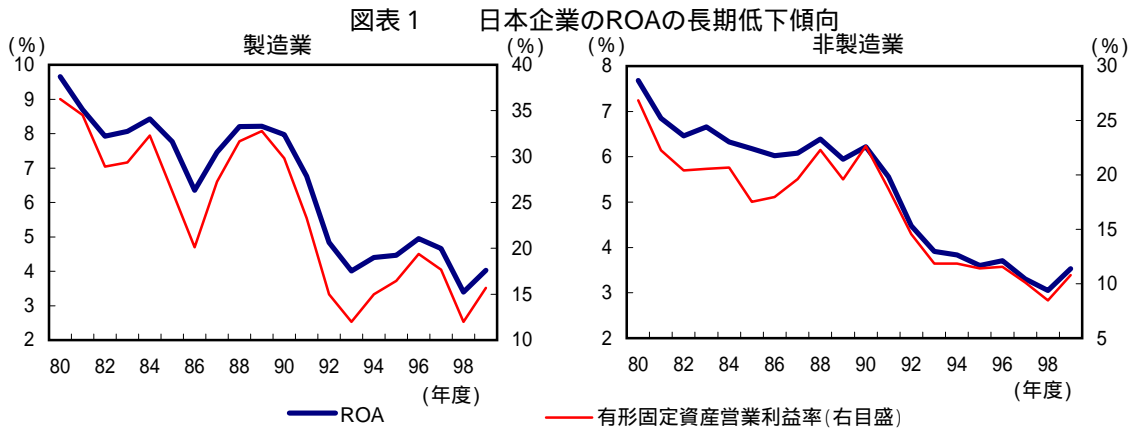
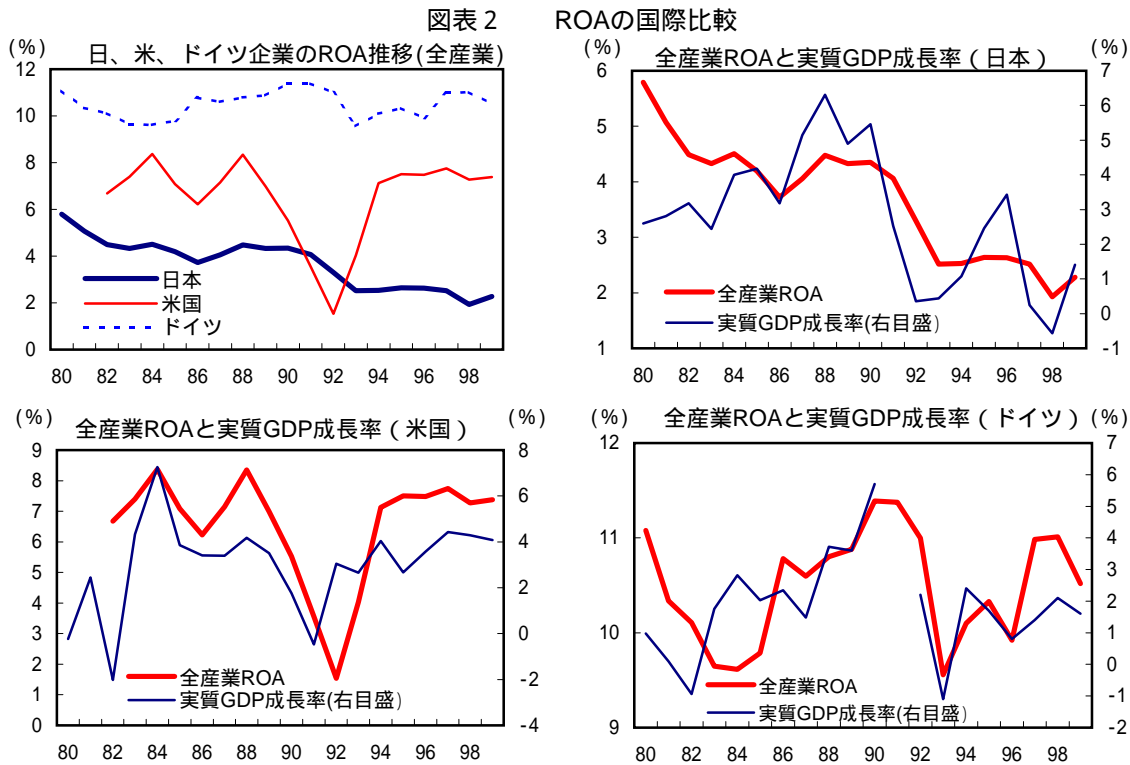


長期低下傾向にある日本企業のROA

- ・80年代以降の日本企業のROAは、製造業、非製造業ともに趨勢的に低下を続けてきた。
- ・日本、米国、ドイツ企業のROAの80年代以降の推移をみると、米国、ドイツでは日本と異なり 循環的な動きを別とすれば概ね一定の水準を維持してきた。ROAの推移は各国ともGDP成長率の動きと相関が高いが、日本は米国、ドイツに比べ経済の拡大期におけるROAの上昇力が弱い点が特徴といえる。



(備考) 1.財務省「法人企業統計季報」により作成。2.ROA = 利払前経常損益 / 期首期末平均総資産 3.有形固定資産は土地を除く。

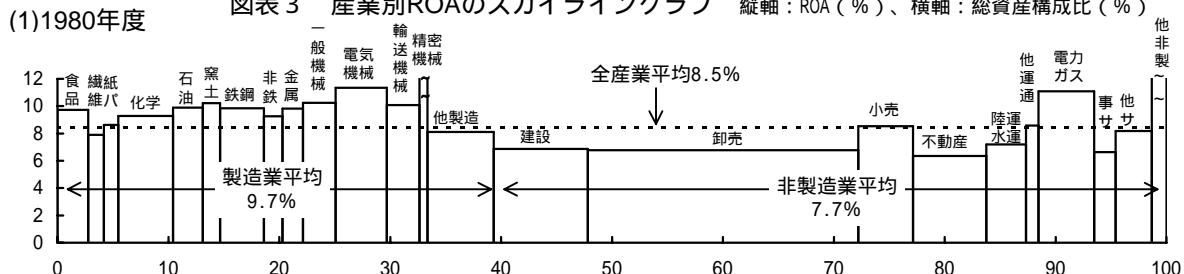


(備考) 1.財務省「法人企業統計年報」、米国商務省“Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporation”、ドイツ Bundesbank “Monthly Report”、各国国民所得統計により作成。日本は年度、米国、ドイツは暦年。
2.データの制約により、日本と米国は営業損益 / 期末総資産、ドイツは利払前税引前当期損益 / 期末総資産を用いて比較している。
3.日本は金融・保険業、米国は鉱業、卸売・小売業以外の非製造業、ドイツは電力・ガス・水道、鉱業、建設業、卸売・小売業、運輸業以外の非製造業を含まない。また、ドイツは旧西独企業のみのものである。
4.米国の81年以前のROAはデータの不連続性が大きいため、ドイツの91年の実質GDP成長率は東西統一に伴う断層により、それぞれ表示していない。

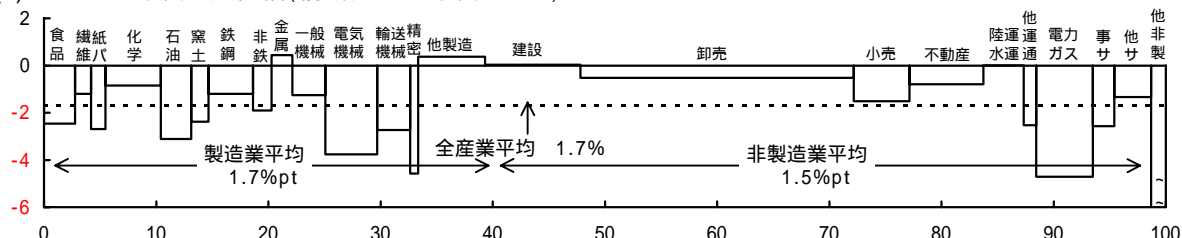
産業別ROAの年代別推移

・法人企業統計に基づき、産業別ROAの10年毎の推移をみると、80年代、90年代ともに、製造業が非製造業か、成長産業か否か、規制産業か否かなどの業種特性にかかわらず、ほぼ全ての産業でROAが低下した。

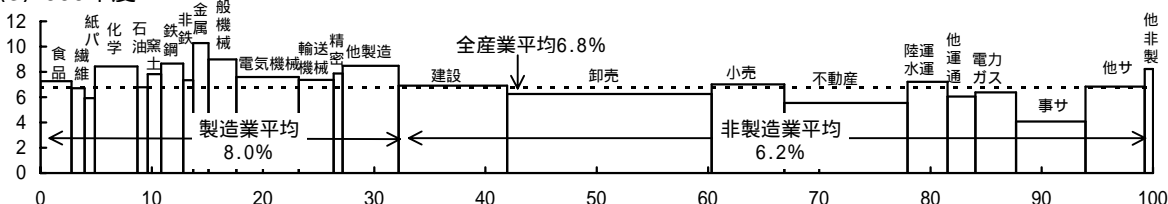
図表3 産業別ROAのスカイライングラフ 縦軸：ROA(%)、横軸：総資産構成比(%)



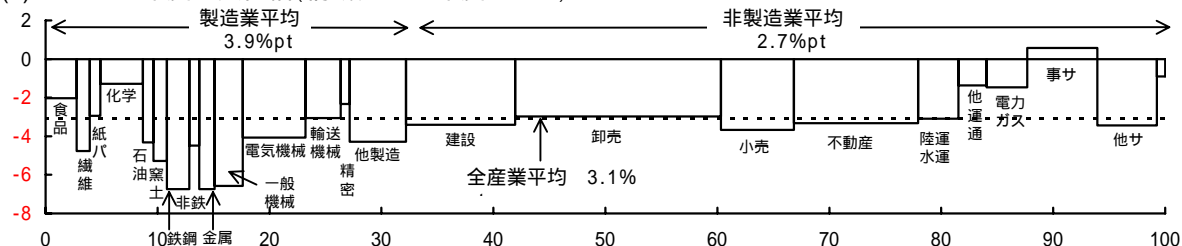
(2)1980 90年度の変化幅(構成比は80年度ベース)



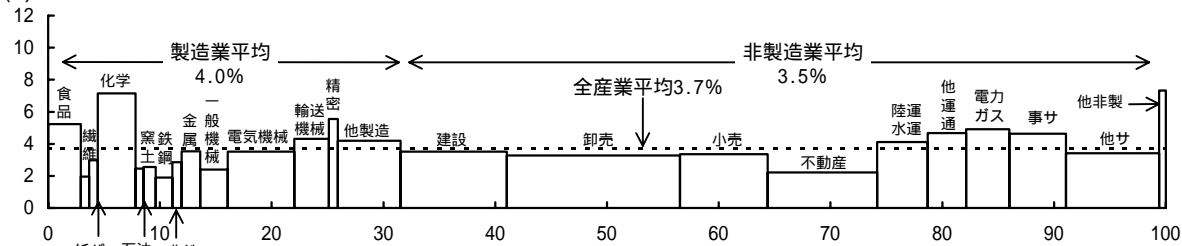
(3)1990年度



(4)1990 99年度の変化幅(構成比は90年度ベース)



(5)1999年度



(備考) 1.財務省「法人企業統計季報」により作成。2.ROA = 利払前経常損益 / 期首期末平均総資産
3.産業名略号: 他運通 = その他運輸・通信、事サ = 事業所サービス、他サ = その他サービス

上場企業ROAの年代別推移

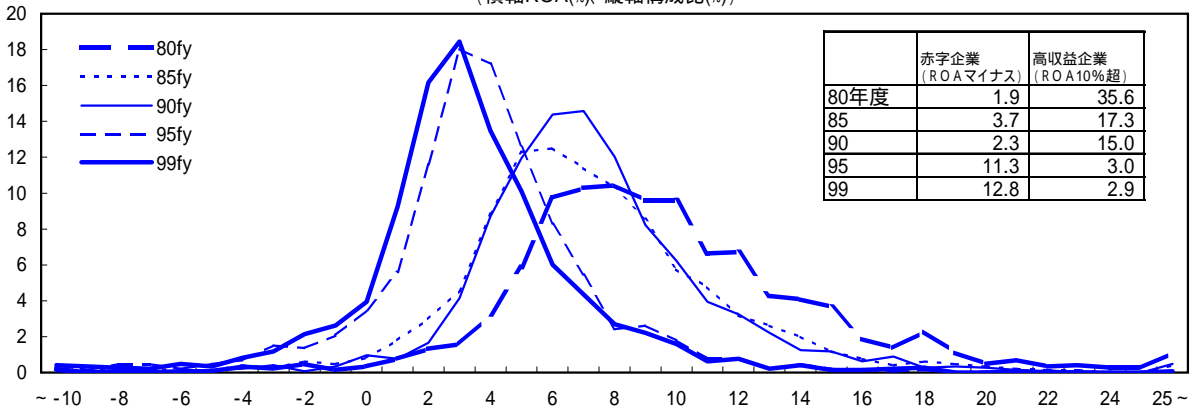
・1980年度以降継続して株式を上場している企業約1,400社(共通会社)について、ROAの度数分布図を5年毎にみると、ほぼ一貫して分布の位置は左方(ROAの低い方)へシフトしてきた。

・企業レベルで見ると、総崩れに近い産業別状況と異なり、共通会社のうち14%は90年代においてもROAを上昇させている。しかし、その割合は80年代の30%から大幅に減少しており、収益機会創出の動きは弱まっているといえる。また、80年度以降の新規上場・上場廃止を含む全上場企業のROAの推移を共通会社ベースと比較すると、参入・退出を通じたROAの押し上げ効果は認められるものの、その大きさは限定的なものであった。

個別企業データの概要

・政策銀行財務データバンク収録の金融・保険業を除く上場企業の単独決算財務データ(99年度3,309社、1980～99年度共通会社1,447社)。
 ・変則決算、合併等調整済の正規化データによる。

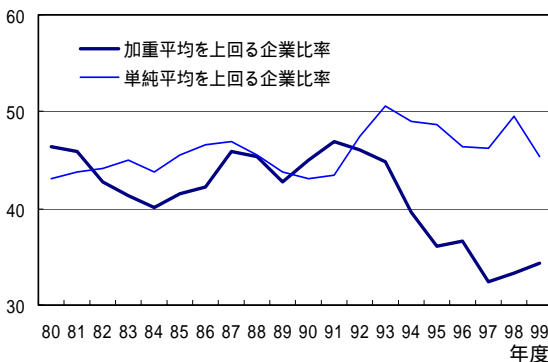
図表4 ROAの度数分布の年次別推移
 (横軸ROA(%), 縦軸構成比(%))



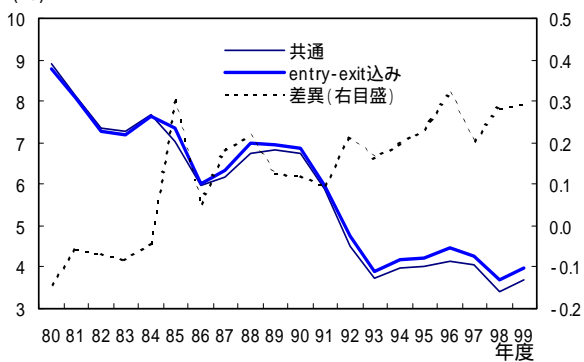
図表5 80年代、90年代にROAを上昇させた企業の割合(共通会社ベース)(%)

| | 全産業 | 製造業 | 化学 | 電気機械 | 鉄鋼 | 自動車 | 医薬品 | 一般機械 | 食品 | その他 | 非製造業 | 建設 | 小売 | 専門 商社 | 運輸 | その他 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------|------|
| 80年代 | 30.3 | 28.9 | 26.7 | 19.8 | 35.8 | 13.5 | 21.2 | 30.5 | 28.6 | 35.0 | 33.4 | 60.8 | 20.8 | 17.6 | 28.4 | 23.9 |
| 90年代 | 14.0 | 16.2 | 24.8 | 14.5 | 0.0 | 14.9 | 54.5 | 10.4 | 27.5 | 13.1 | 9.2 | 5.8 | 4.2 | 9.5 | 10.5 | 13.8 |

(%) 図表6 全産業平均ROAを上回る企業比率の推移



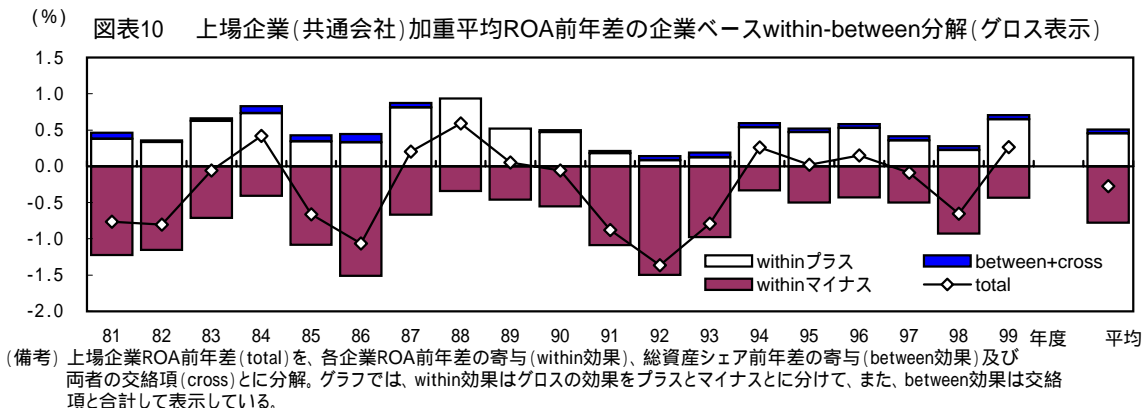
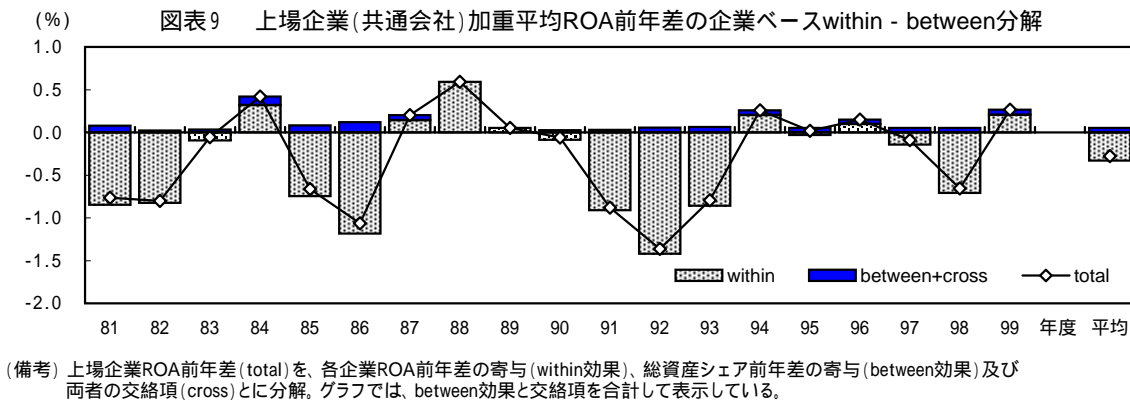
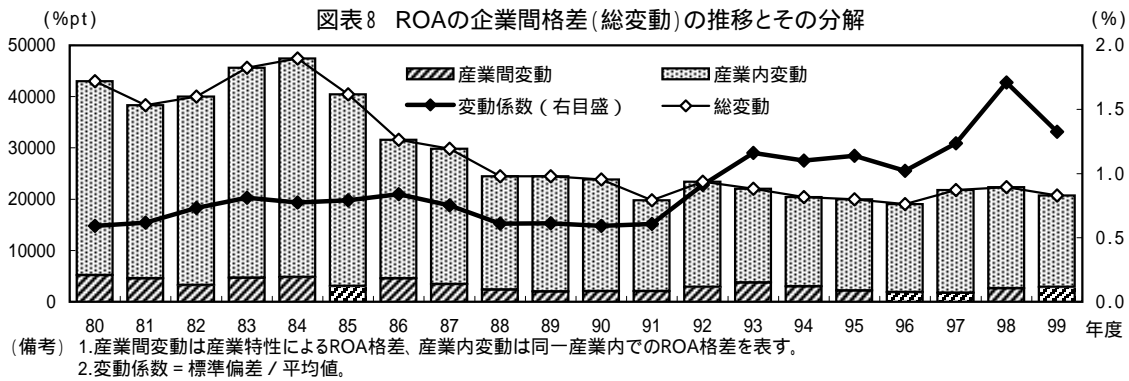
(%) 図表7 共通会社と全上場企業のROA推移(%pt)



企業間格差と企業間の資源再配分の観点からみたROA低下の構造

・ROAの企業間格差は、平均値の低下傾向を考慮した変動係数からみて、90年代を通じて拡大傾向にあった。企業間格差(総変動)を、産業特性による格差(産業間変動)と、産業内における企業間格差(産業内変動)とに分解すると、産業内変動が殆どを説明することがわかる。

・上場企業全体でのROAの変動を、個別企業のROAの変動効果(within効果)と、企業間の総資産シェアの変動効果(between効果)とに分解すると、大宗を占めるwithin効果は平均的にはマイナスである一方、between効果は年々の寄与は小さいものの、産業別にみた場合と異なり一貫してプラス基調であった。企業レベルで見ると、ROAの高い企業への総資産シェアの移動(資源再配分)が、マクロ的なROAを若干ながら下支えしてきたといえる。



ROA格差の持続性

各企業のROAの業種平均との差を超過収益率と定義し、その時系列推移の構造を計測すると、超過収益率、即ちROAの企業間格差には一定の持続性が認められる。

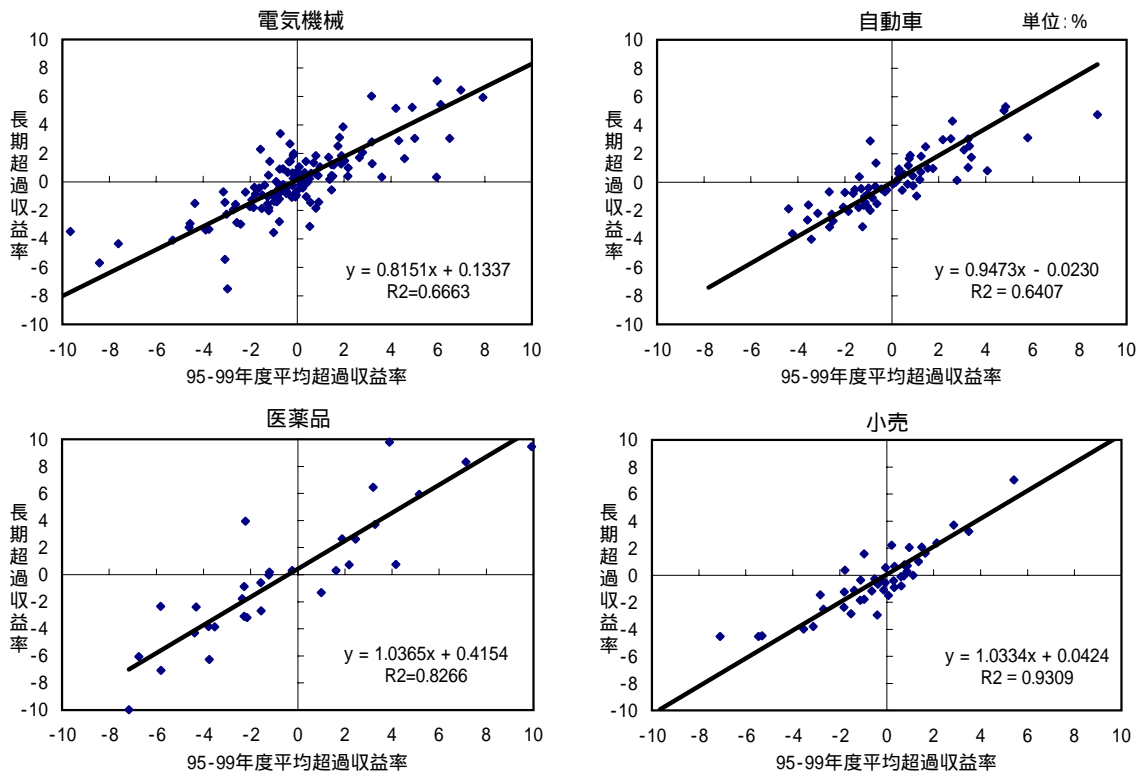
分析枠組

1. 超過収益率 (企業*i*, 時点*t*) $ROA(i, t) - \text{業種平均 } ROA(t)$ と定義。
2. 持続性に関する推計式 $(i, t) = (i) + (i) (i, t-1) + U(i, t)$
3. $-1 < \text{の推計値} < 1$ であれば、 (i, t) は、長期超過収益率 $LR(i) = (i) / (1 - (i))$ に収束する。特に、 0 の推計値 < 1 であれば、単調収束であり理論的に最も自然な結果といえる。
4. 初期時点の超過収益率 $(i, 0)$ と、長期超過収益率 $LR(i)$ の間に正の相関が認められれば、ROA格差には持続性があるといえる。以下では、 $(i, 0)$ を95～99年度平均超過収益率とする。
5. 1980～99年度共通会社1447社を、32業種に分けて推計。

推計結果

1. の推計値は、1447社中1428社で $0 < 1$ となった(平均0.59)。
2. の推計値が1以上となった10社を除き、95～99年度平均超過収益率 $(i, 0)$ と長期超過収益率 $LR(i)$ の関係を推計すると、全産業では以下の関係が得られ、ROA格差の持続性が確認された。
推計結果: $LR(i) = 0.0202 + 0.9265 (i, 0)$ $R^2 = 0.4470$

主要産業における95～99年度平均超過収益率 (x) と長期超過収益率 (y) の関係



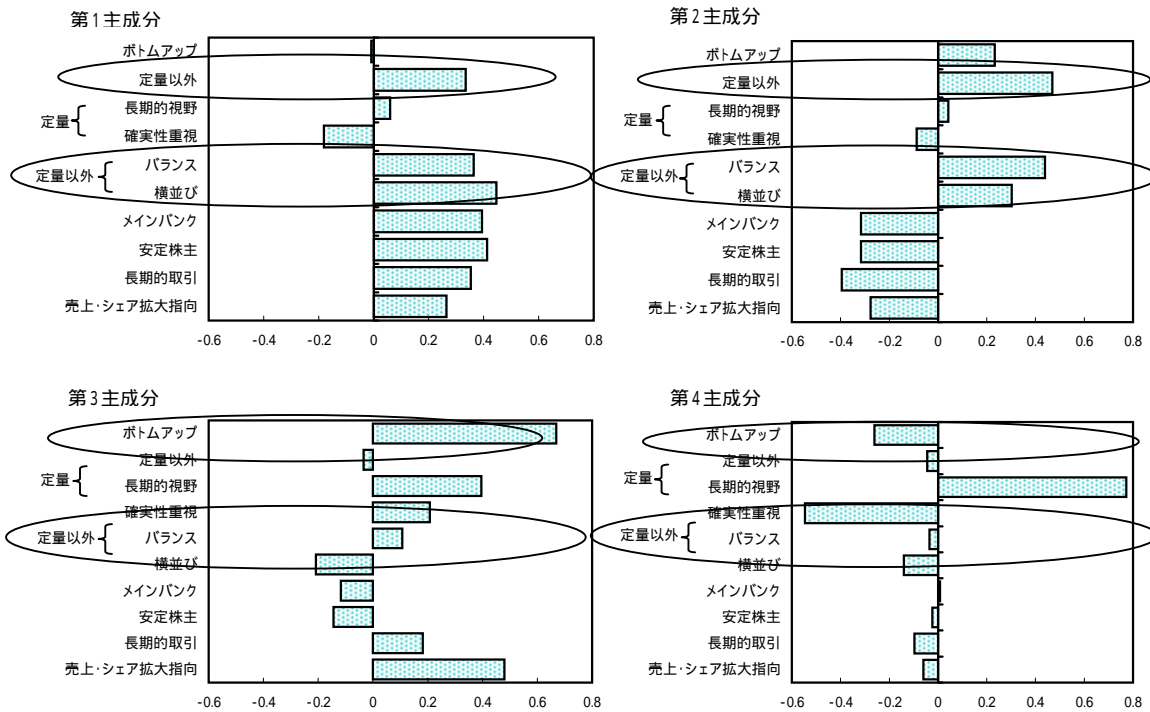
ROA格差と経営戦略

・日本政策投資銀行が1999年10月に発表した「設備投資行動に関する意識調査結果」から、主成分分析の手法により設備投資行動に表れた経営戦略の特性を抽出し、各企業各年度における超過収益率との関係を見ると、次のような点が指摘できる。

・第一に、ROA格差に重要な影響を与えた特性は、投資の意志決定にあたり部門間バランス、他社の動向といった定性的要因を考慮する(ウェットな投資行動)か、専ら投資採算の定量的評価を重視する(ドライな投資行動)かであり、前者は超過収益率にマイナスの、後者はプラスの影響を与えてきた。この点において、いわゆる「日本的経営」は少なくとも80年代から効率的ではなかったといえる。

・第二に、ローリスク指向かハイリターン指向か、売上・シェア志向か否かといった特性と超過収益率との間には有意な関係は観察されず、これらの点において「日本的」な投資判断(ローリスク指向、売上・シェア指向)に問題があったとはいえない。

図表11 主成分分析による1980年代の投資行動の特性の総合化



(備考) 横軸の数値は、縦軸各要素の主成分に対する相関の度合を示している。

図表12 超過収益率と投資行動の相関に関する推計結果

被説明変数: 1980～84年度平均超過収益率 **は1%、*は5%水準で有意。

| | 第1主成分 | 第2主成分 | 第3主成分 | 第4主成分 |
|--------|---------|-------|---------|---------|
| 係数の推計値 | 0.490** | 0.114 | 0.511** | 1.060** |
| t値 | 2.69 | 0.50 | 2.96 | 3.92 |

被説明変数: 1988～92年度平均超過収益率

| | 第1主成分 | 第2主成分 | 第3主成分 | 第4主成分 |
|--------|---------|-------|-------|-------|
| 係数の推計値 | 0.476** | 0.221 | 0.143 | 0.137 |
| t値 | 3.22 | 1.21 | 1.02 | 0.63 |

被説明変数: 1995～99年度平均超過収益率

| | 第1主成分 | 第2主成分 | 第3主成分 | 第4主成分 |
|--------|---------|-------|--------|-------|
| 係数の推計値 | 0.379** | 0.12 | 0.263* | 0.354 |
| t値 | 2.92 | 0.75 | 2.14 | 1.84 |

(参考)「設備投資行動に関する意識調査結果」の概要

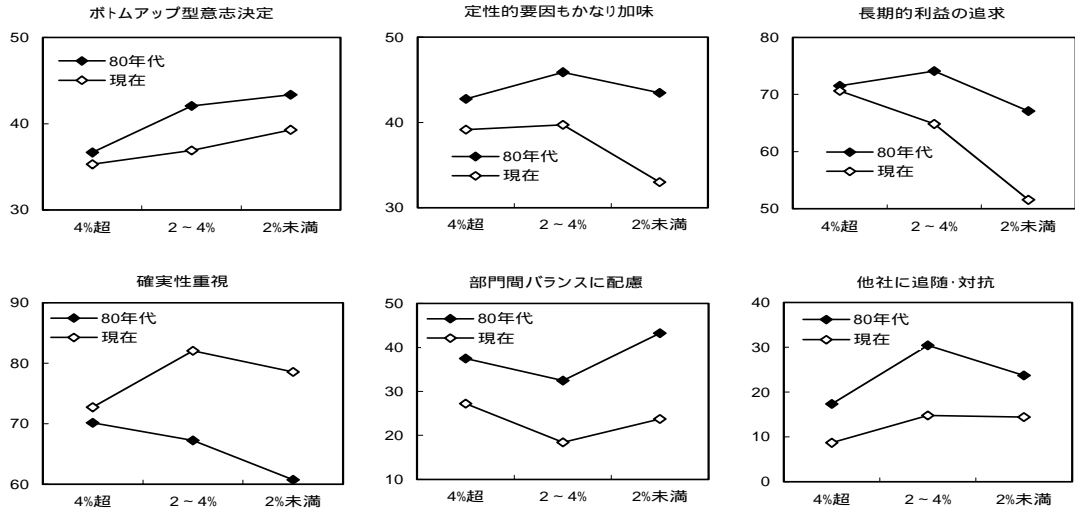
調査対象: 全国設備投資動向(大企業)調査の対象企業(資本金10億円以上、3302社)、うち有効回答2113社。今回の分析対象は、1980~99年度共通の上場公開企業692社。

質問項目: 以下の各項目につき、それぞれ現在の状況と80年代の状況を回答

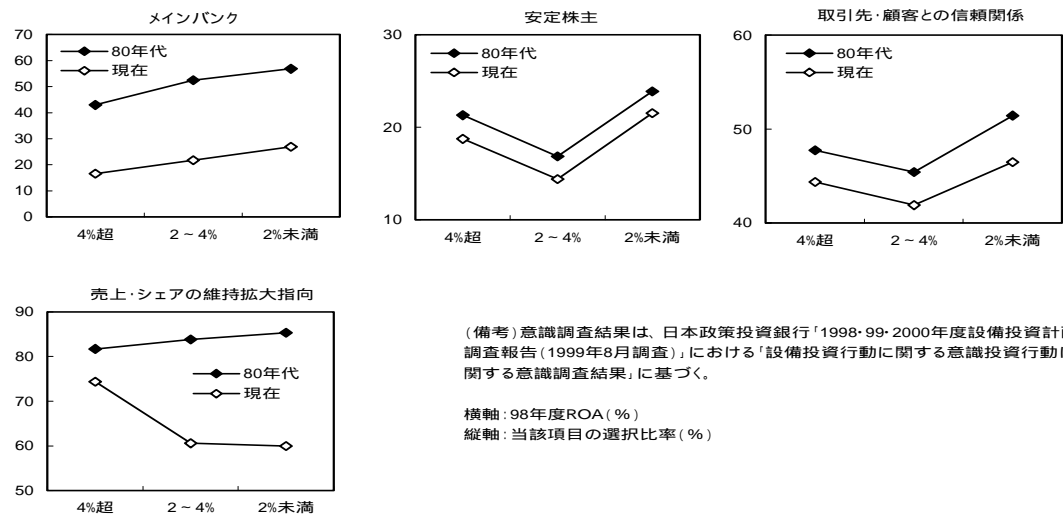
主要な投資プロジェクトに関する意思決定スタイル
 トップダウン=0、ボトムアップ=1
 投資プロジェクト間の優先順位の基本的判断基準
 原則、投資採算の定量的評価に基づく=0、定性的要因もかなり加味=1
 投資採算の定量的評価基準 time horizonについて
 成長性の高いものを優先=1、早期の収益改善を優先=0
 投資採算の定量的評価基準 リスクに対する態度について
 収益率の高いものを優先=0、確実性の高いものを優先=1
 投資採算の定量的評価以外の判断基準
 が0の場合=0
 が1で部門間バランスに配慮=1、 が1で優先部門に経営資源を集中=0
 投資採算の定量的評価以外の判断基準
 が0の場合=0
 が1で他社に追随・対抗して投資=1、 が1で自社の投資基準に従う=0
 - 以下の各項目について設備投資の促進要因かどうか(NO=0、YES=1)
 メインバンク等の存在、 安定株主の存在、 取引先・顧客との長期的取引関係、
 売上・シェアの維持・拡大指向

意識調査と財務データ(98年度)のクロス集計結果

a 設備投資の意志決定のあり方とその変化



b 80年代に我が国企業の設備投資の促進要因とされた論点



(備考) 意識調査結果は、日本政策投資銀行「1998-99-2000年度設備投資計画調査報告(1999年8月調査)」における「設備投資行動に関する意識調査結果」に基づく。

横軸: 98年度ROA(%)
 縦軸: 当該項目の選択比率(%)