

日米欧企業（製造業）の収益性

青 木 茂 男

はしがき

筆者は『会計・監査ジャーナル』（2012.12月号）に「日米欧企業（製造業）の財務特性」（青木，2012a）を発表した。そこでは日本企業（製造業）は、①ROAやROEなど収益性が低い、②2011年までの日本の売上高成長率（10年平均）は円高により表面的な売上高成長率はゼロに近く5カ国中最も低い、為替レートを調整した実質では平均成長率は2.3%で米国5.3%に次ぎ、1～3%の欧州企業とほぼ同じ、③内部留保が厚く自己資本比率が高い、④設備投資意欲が低い、などの特徴を指摘した。本稿ではこのうち①を取り上げ、日本企業の収益性が日米欧企業より低い原因をその後に行った文献調査、企業へのインタビュー、データ分析の結果を加えて検討した。

1. 『平成25年版 経済財政白書』（内閣府，2013. 7. 1）の報告^{注1)}

2013年度の経済財政白書（以下、「白書」）は「第2章 日本企業の競争力」第1節「製造業企業の収益性と生産性」において、日本企業の収益性が低い背景を次のように分析している（白書，pp.165～188.）

①資本コストの低さ

資本コストが低いために株主が要求する利益水準も低く、企業が利益率の低い投資プロジェクトを選択している。

②企業の活動のしやすさ

経済状況、政府の効率性、ビジネスの効率性、インフラが外国に較べて劣る。

③製品差別化が進まず利幅が薄い

横並び指向が強く、製品差別化が進まない。市場の寡占化が進まず過当競争となっている。

④企業間の資源配分の非効率性

低収益性の企業が市場から退出し、収益性が高い企業が成長できるような競争環境がないなど、市場を通じた企業の新陳代謝が少ない。

⑤高コスト構造

流通システムの多段階性が商業・運輸マージンを押し上げて高コスト構造を生んでいる。さらに低収益性の背景にある生産性も低いとして、低生産性の原因を指摘している。

①生産設備ROA（営業利益／有形固定資産）が低い

円高や新興国企業の台頭による価格競争力低下や生産拠点の海外シフトによる輸出の低

迷により生産設備ROAが低い。この結果、日本は資本装備率が高く、TFP（全要素生産性）が低くなっている。TFPが低いのは設備投資の抑制による設備年齢の長期化のためである。1990年以降設備投資額はキャッシュ・フローを下回っている。研究開発の効率性（過去4年間の累積営業利益／過去8年前から6年前の累積研究開発支出）も低い。

②アウトソーシング（外部委託）が多い^{注2)}

日本型下請生産システムにより国内企業への生産委託あるいは海外子会社へのアウトソーシングが多い（これはTFPを高めるが、売上高利益率を低下させるためROAにはあまり影響しない）。欧米では、モジュール化（部品の規格化・標準化）が進展しているから付加価値の高い部品についてはブラックボックス化して自社生産する一方、相対的に付加価値の低い部品についてはアウトソーシングする。

以上が白書の指摘だが、筆者前稿や青木（2008）と重複する点が非常に多い。

2. 収益性

・分析対象企業

東京、ニューヨーク、ドイツ、パリ、ロンドン各証券取引所に上場している企業のうち、2011年度決算で売上高10億円以上（日本円換算）および株式時価総額10億円以上（同）の製造業企業2,594社を対象とした^{注3)}。対象企業は各国とも売上高の格差はあるが、各国間の売上高の平均値、中央値には大きな格差はない。対象期間は2002年～2011年の10年間。

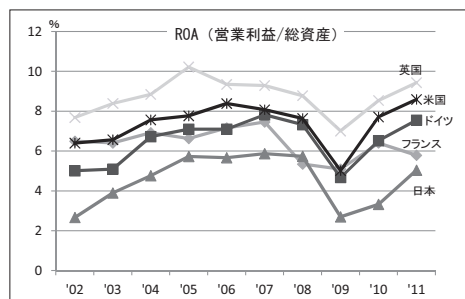
財務データ（Compustat IQ Global）を使ってこれら5カ国の収益性を比較した。

・分析結果

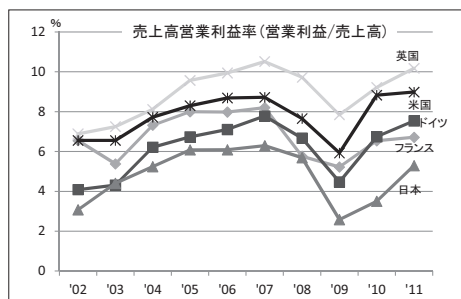
図表1～4にみるようにROA、ROEともに日本は他の4カ国（欧米企業）の半分の水準にとどまっており、最も低い。ROAを売上高営業利益率と総資産回転率とに分解すると、総資産回転率は欧米企業と大きな格差はないが、売上高総利益率、売上高営業利益率が欧米企業よりも大幅に低い。日本の収益性の低さは回転率ではなく売上高総利益率、売上高営業利益率の低さにある。

①収益性の記述統計

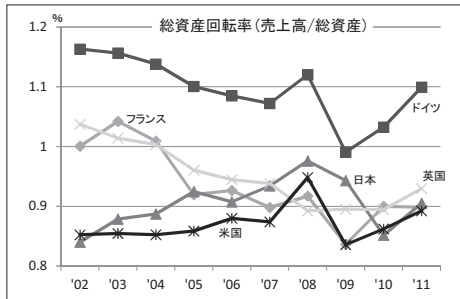
図表5から日本企業の特徴として以下の点が指摘される。



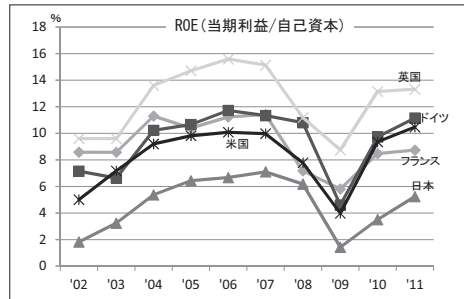
図表 1



図表 2



図表 3



図表 4

図表 5 比率の記述統計

	日本	米国	英国	フランス	ドイツ
ROA					
平均値	4.85	3.31	8.87	5.18	6.82
平均値の標準誤差	.13	.61	.65	.67	.96
中央値	4.45	7.35	8.49	6.08	6.59
歪度	.98	-3.10	-7.1	-7.41	-7.41
尖度	9.44	22.82	4.24	6.80	89.39
最小値	-20.44	-206.56	-22.05	-23.20	-158.19
最大値	41.08	97.31	33.11	55.38	41.23

日本	米国	英国	フランス	ドイツ
資産回転率				
.92	.94	.94	.91	1.11
.01	.02	.04	.03	.04
.84	.89	.86	.91	1.03
2.18	.35	3.21	1.45	4.10
9.58	4.44	19.52	6.62	33.60
.29	-2.24	.22	-.26	.25
3.78	3.75	4.49	3.29	6.48

	売上高営業利益率				
平均値	5.29	-102.20	-26.55	-7.00	6.09
平均値の標準誤差	.19	44.30	28.67	8.91	.91
中央値	4.42	7.50	9.18	6.20	6.28
歪度	.87	-20.15	-10.81	-11.15	-5.99
尖度	10.62	-20.15	121.94	134.04	60.61
最小値	-36.10	-35317.3	-3997	-1467	-134.53
最大値	46.80	88.1	37.05	81.35	49.95

	売上高総利益率				
平均値	27.08	30.22	43.24	39.75	39.77
平均値の標準誤差	.44	3.21	1.59	4.62	1.18
中央値	23.62	34.81	43.85	45.60	39.70
歪度	1.21	-16.71	.30	-8.34	.15
尖度	1.58	332.47	-.50	78.52	1.14
最小値	-1.09	-2274	4.81	-593.71	-29.44
最大値	84.32	180.36	96.92	97.69	104.50

	ROE				
平均値	2.12	-138.33	18.26	-1.57	5.12
平均値の標準誤差	.73	139.74	13.46	5.23	3.74
中央値	4.03	7.31	11.85	7.45	8.32
歪度	-23.16	-31.64	3.69	-8.06	-4.26
尖度	651.08	1008.31	64.24	84.73	52.76
最小値	-668.06	-142437	-1069	-752.64	-526.98
最大値	82.68	7864.96	1516.86	258.97	315.34

企業数

1029 1023 146 177 215

比率：すべて2007～2011平均値

1) ROA

日本企業はROAが低い、標準偏差も小さいことから、欧米企業に比べて企業間のバラツキが小さいといえる。歪度は日本だけがプラスで欧米企業はマイナス。日本は

ROAが低い水準に企業が集中しており、ROAが高い企業は散見されるだけである（分布が右に裾を引いている）。欧米企業は逆に、ROAが高い水準に集中しており、ROAが低い企業は散見されるだけである（分布が左に裾を引いている）。

2) 売上高総利益率

バラツキについてはROAと同じ。総資産回転率については日本と欧米企業の違いに顕著な差はないから、ROAの差の原因は総資産回転率ではなくて売上高総利益率、売上高営業利益率に帰するのであるが、ROAと同様に日本企業の売上高総利益率は企業間のバラツキが小さいのに対して、欧米企業はバラツキが大きい。換言すれば、日本企業は欧米企業に較べて、事業あるいは製品の特色が少ないともいえる。白書（p.167.）はこの点を「アメリカではハイリスク・ハイリターンを求める企業風土であるため、非価格競争力の高い革新的な新製品が生まれやすい」と指摘している。

売上高総利益率が欧米企業に較べて10%以上も低いのは、販売価格の低さにあるのか、製造原価の高さにあるのかが問題となる。

日本生産性本部（2012）の統計によると、製造業の労働生産性（2010年）は米国を100とすると、日本70、ドイツおよびフランス60、イギリス59である。日本企業の労働生産性はドイツ、フランス、英国を若干は上回っているものの米国よりはるかに低い。深尾（2012, p.110）によれば、日本はICT（情報通信技術）への投資の遅れが生産性を低くしているという。これらから判断する限り、日本企業の売上高総利益率の低さは少なくとも製造原価にもあるものと推定される。

3) ROE^{注4)}

ROEもROA同様に日本企業の水準は欧米企業に較べて低く、かつ、標準偏差が小さいことから、欧米企業に較べて企業間のバラツキが小さいといえる。ただ、歪度は英国を除く外国と同様にマイナスである（分布が右に裾を引いている）。

黒字企業数の割合（「図表7」）は日本、ドイツ、英国は80%を超えているが、米国は66%と3社に2社のみである。日本のROEが低いのは赤字企業が全体を引き下げているのではなく、当期純利益の水準が低いことにある。米国はハイリスク・ハイリターンを求める企業風土のため高収益企業も多いが損失計上企業も多く、収益力の企業間格差が大きい。英国、ドイツと並んで日本は損失計上企業の割合が比較的低く、

図表7 当期純利益が黒字企業（2007－2011平均）

	全社	黒字	黒字企業割合%
日 本	1,030	832	80.8
米 国	1,025	677	66.0
英 国	146	124	84.9
フランス	177	134	75.7
ド イ ツ	216	173	80.1
総 計	2,594	1,940	74.8

企業間の収益力格差は5ヵ国で最も小さい。

Blaine (1994) は日本、米国、ドイツのROA、ROE、売上高営業利益率を比較して、日本とドイツは米国に比較して企業間格差が小さいことを指摘している。Blaineはその理由として、日本とドイツは利益平準化の会計操作が行われている、経済に対する政府の介入、企業と政府の協調、従業員と経営側の協調、銀行の企業に対する影響、などを挙げている。

②販売価格

販売価格については、青木（2012）では（坂本，2000）の論文を引用して、「日本は同一産業に属する企業数が多いにもかかわらず、製品の『差別化』による価格リーダーシップがとれず、価格競争が激しく販売価格が低い可能性がある。開発競争力やもっと次元の高い事業競争力という点においては、日本企業は依然として劣位に立っている」点を指摘した。白書は、産業の集中度を示すハーフィンダール指数が日本は最も低いとして、競争の激しさを説明している（白書，p.168.）^{注5)}。

Szymanski et al. (1993) は、先行の48研究、276モデルからのメタ分析により、市場占有率と収益性は概してプラスの関係にあるものの、その関係度合いは価格、品質、産業集中、無形要素など多くの要因が作用するとして、産業集中にすべてを求めてはいない。

③製造原価

ROAの項で述べたように、日本企業の労働生産性は米国の約6割であるが、欧州企業に対しては上回っている。一般的な感覚あるいは常識としては、「日本企業は工場の合理化、自動化が非常に進んでおり、加えて、日本の上場企業は中小企業への外注によりコストを引き下げている。日本人は勤勉であるし、人件費は途上国よりは高いものの、欧米企業と比べて特に高いわけではない。製造原価は低くコスト競争力は強い」というところであろう。しかし、坂本（2000）は、日本は生産性向上の取組みなどマネジメントの構築におけるシステム思考（課題・方策に対する系統的な対応）が定着しておらず欧米に劣る。IE（Industrial Engineering）技法の多くを未だ実践できていないために、日本の企業は、余剰労働力のかかえ、その結果、国際比較劣位の低い生産性に甘んじ、それが低い収益性の原因となっている、と述べている。日本経済新聞（2012.10.1）は「日本の工場の大半は、理にかなった作業改善により生産性を無理なく2～3倍以上に高められる」、また2013.6.4付では日本企業と世界の有力企業の売上高営業利益率を比較して、「米国の主要企業に比べ依然、低水準。円安効果という追い風を生かしながら、コスト構造の地道な改革を進め、どこまで差を埋められるかが課題」としている。深尾（2012，pp.29－36.）はマクロ分析の視点から、資本係数（資本ストック／GDP）の上昇（筆者注：設備への過剰投資）が日本の資本利益率を低くしているという。

日立製作所のコスト構造の改革（「Hitachi Smart Transformation Project」：「スマートラ」）は「グループ横断・クロスファンクショナル活動によりコスト構造改革のスピードを加速」の活動方針のもとに、日立グループのすべてのアクティビティにおけるコストを分析し、コスト構造を根源から見直す。生産面では、生産拠点の集約、統一IT基盤を活用した

グローバルでの情報の見える化、設計～製造バリューチェーンの総見直し、直接材コスト面では、グローバル調達拠点の拡充、日立中国材料技術創新センター設立、資源価格高騰対策推進、間接コスト面では、コストの可視化・集約、財務・間接材調達業務などを対象にアウトソース活用、重複機能の整理によるグループ構造の簡素化、を挙げている（東京証券取引所適時開示2013.6.13）。グローバル競争下においてコスト引き下げが重要であることを同社は強く意識している。日立製作所といえども欧米企業に比した高コスト体質を認識しているのであろう。

自動車部品メーカー Delphi Diesel Systems社（英国：米Delphi, NYSE上場、の子会社）CFO M.Nutter氏は、競争力強化には原価低減が重要でありそのために非正規社員の採用、購入部品価格の引下げに努力をしている、と筆者のインタビュー（2013.8.15）に答えている。また、同氏は筆者の「黒字ではあるが収益性の低い事業部門があるとしたら継続するかあるいは撤退・分離するか」という質問に対して、「長期的には撤退・分離する」と答えている。日本の多くの企業では、黒字である限り雇用、取引関係を勘案するためそこまでドラスティックには踏み切れないものと思われる。日本は、外国企業との競争において製造業のコスト引き下げは不可欠である。

④経営戦略の側面では、日本企業は必ずしも利益率向上の方策を目指しているわけではなく、黒字でさえあれば利益率が低くても抜本的な対策をとらないことも多い。資本コストの意識が比較的薄く、利益率による厳格なマネジメントは米国ほどではない。白書①でも指摘している。

大手総合電機メーカー A氏は「電力会社などの納入先に遠慮して価格を高くできない。公共事業への納入は、売上高営業利益率5%でよい、強欲に利益を出す必要はない、という社内風土がある。」（2013.6聴取）と述べている。

設備投資の経済性計算において、日本は利益率を考慮しない手法である回収期間法を採用している企業が多く、米国はIRR, NPVが多いのはその具現である。利益率向上志向が低いのは、戦略というよりむしろ日本の意識、風土ともいえる。

⑤株主からの圧力

企業は株主資本コスト以上のROEを上げることが求められている。M.Nutter氏は株主のプレッシャーがあるから利益率を高めるために限界まで努力しなければならない、と強調している。一方では、大企業でありながら非上場のBouhringer Ingelheim社（ドイツ、製薬、売上高（2012）14,692百万ユーロ）管理部長C.Gauger氏は株主からの干渉なしに長期的戦略のもとにバランスのとれた経営を行うために上場はしない、と筆者のインタビュー（2013.8.19）に答えている。「図表4」ROEを見ると、日本は株主資本コスト7.4%^{注6)}以下、欧米企業は株主資本コストと同等以上にあるが、日本の機関投資家は欧米企業の機関投資家に比較して企業への発言は少なく、日本の経営者は株主のプレッシャーを意識せずに経営できることが低い収益性をもたらしていることも考えられる。翟(2010)は「機関投資家（国内外の投資信託・年金基金とそれ以外の外国人株主）の持株比率が増加した企業は増加しなかった企業よりもROAやROEが高い。機関投資家の持株比率の上

昇は投資先企業の資本効率の向上---にプラスの効果がある」と指摘している。

また、「資産利益率を重視する米国では、投資収益率の低い設備投資は実施しない、資産利益率の低い事業部門からは撤退する、使用資産の圧縮を常に心がける、などに徹しているため資産利益率は日本に比べると圧倒的に高い」（青木、2012b）。深尾が指摘するような資本係数の上昇は、資本コスト意識の低さに帰すものと考えられる。

3. 結びにかえて ― 今後の課題 ―

日本企業の低収益性は、販売価格、製造原価、生産性ともにその原因ではあるが、その背景としての、資本コスト意識、機関投資家のプレッシャー、必ずしも高収益性を求めない企業文化などもあり、単純な理由に帰すことはできない。

また、海外事業活動の収益性についても検討する必要がある。日本企業の海外事業ウエイトは高まってきたが、海外事業活動基本調査（経済産業省、2013）によると海外事業の売上高経常利益率は国内よりも高い^{注7)}。この限りでは日本企業の低収益性は海外事業が原因ではないが、そこではROAおよび欧米企業との比較はなされていない。日本企業の海外事業は、進出の歴史が浅く経営ノウハウの蓄積が浅いために、欧米企業の海外事業に比べて収益性が低い可能性もある。セグメント・データで検証する必要がある。

さらに、間接部門の非効率、諸規制による高コスト構造は日本企業の低収益性の原因としてこれまでも度々でも指摘されてきたところであるが（青木、2012a）、計数的な分析はなされていない。これも今後の課題である。

本稿は科学研究費補助金（基盤研究（C）課題番号24530580）の助成を受けた研究成果の一部である。ここに記して感謝したい。

注1）経済財政白書の指標とデータ

経済財政白書は、筆者前稿の上場企業を対象にしたものではなく、中小企業を含む全企業を対象としている。白書は、収益性指標としてROAを筆者前稿の（営業利益／総資産）ではなく（税引前当期純利益／総資産）、ROEを筆者前稿の（当期純利益／純資産）ではなく（税引前当期純利益／純資産－新株予約権）、財務諸表は日本については筆者前稿の連結ではなく個別を用いている。

注2）アウトソーシング（外部委託）

ROAを売上高利益率と資産回転率に分解すると、日本は欧米企業に比べて売上高利益率は低いが資産回転率は差がない。しかし、日本企業は部品等の外部委託が多いため、これが売上高を膨らませて、売上高利益率を低め、膨らんだ売上高が資産回転率を高くしている可能性がある。したがって、ROAには影響しないものの、外部委託を調整して計算すると、実質的には売上高利益率は欧米企業と同じで、資産回転率が低いことも予想される。日本は現預金、有価証券、売上債権など金融資産の保有が多いうえに、地価も高いために資産が膨らんでいるが、外部委託のために売上高も膨らんでいるから資産回転率の低さが隠れてしまうのではないかと、この仮説のもとに筆者は分析したことがある（青木、2008）。白書の指摘（生産性の原因②）も同一趣旨である。筆者は、外部委託を売上高付加価値率を用いて修正したが、売上高利益率は米国企業と同じになり、資産回転率の低さがROAの低さに繋がっている、という結論になった。

注3）分析対象企業数

日本1,030社、米国1,025社、フランス177社、ドイツ216社、英国146社、計2,594社

注4) 自己資本比率(負債比率)の高低が、分子の利子負担、分母の自己資本の大小を通じてROEに影響を及ぼす可能性がある。日本は5カ国の中で最も自己資本比率が高いが(青木, 2012), 日本のROEは格段に低く、自己資本比率を調整したとしてもROEの差を説明しきれない。自己資本の差に加えて、税率・減価償却方法の相違など会計的相違から収益性格差を検討した研究もあるが(Blaine, 1994), これらだけから日本のROA, ROEの低さを説明するのは困難である。

注5) 奥井(2011)によると、ハーフィンダール指数と収益性(売上高当期純利益率)は日本においては統計的に有意な関係は見られず、いくつかの外国の先行研究でも有意ではない。

注6) 株主資本コストの推計(CAPMによる)

国債利回り0.788%(10年物利付国債(新発債利回り, 財務省), リスクプレミアム6.9%(Ibbotson Associates Japan, 2003)

国債利回り0.473(0.788×(1-実効税率0.4)+リスクプレミアム6.9%=7.4%

Blealey et al.(2006, pp.182-183.)の推計によると、リスクプレミアムは5.5%~7%の間にある。英国、ドイツは17カ国平均よりも低く、米国、フランス、日本は平均よりも高い。日本は5カ国の中では最も高い。

また、Ibbotsonの小松原(2007)は、日本のリスクプレミアムは長期的には低下しており、1966~2005年(40年)では6.8%だが、1976~2005年(30年)では4.4%としている。

注7) 第42回海外事業活動基本調査

2011年度製造業売上高経常利益率は海外4.9%に対して国内3.7%である。

参考文献

- 青木茂男 (2008) 「収益力の日米比較--- 企業価値創出の根源的なもの---」『会計プロフェッション』No.3, 青山学院大学大学院会計プロフェッション研究学会, pp.41-56.
- (2012a) 「日米欧企業(製造業)の財務特性」『会計・監査ジャーナル』Vol.24, No.12, 日本公認会計士協会, 2012.12., pp.44-50.
- (2012b) 『要説経営分析4訂版』森山書店, p.163.
- ・奥井めぐみ, 石川温, 藤本祥二 (2011) 「ハーフィンダール指数からみる日本の産業集中」『金沢学院大学紀要 経営・経済・情報科学・自然科学編』第9号, pp.45-57.
- ・経済産業省 (2012) 『第42回海外事業活動基本調査(2012年7月調査概要)』
- ・小松原幸明 (2007) 「日本企業と資本コスト」『Aoyama Management Review』No. 11, pp. 34-43.
- ・坂本重泰 (2000) 「日本の製造業における生産性実態の考察」『同志社政策科学研究』同志社大学総合政策科学研究科, 2(1), pp.251-293.
- ・翟 林瑜 (2010) 「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(下)--- 機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より---」, 『経営研究』第60巻, 第4号, pp.113-130.
- ・内閣府 (2013) 『平成25年版 経済財政白書』, pp.157-188.
- ・日本生産性本部 (2012) 『日本の生産性の動向2012年版』, p.30.
- ・深尾京司 (2012) 『失われた20年と日本経済』, 日本経済新聞社.
- ・Blaine, Michael(1994), “Comparing the profitability of firms in Germany, Japan, and the United States”, *Management International Review*, Vol.34 (2), pp.125-148.
- ・Blealey, R., Myer, S., Allen, F., *Principles of Corporate Finance 8/E*, 2006, The McGraw-Hill, 藤井真理子, 国枝繁樹監訳 『コーポレートファイナンス第8版上』日経BP社, 2007.
- ・Gibbard, P., I. Stevens.(2006) *Corporate debt and financial balance sheet adjustment: a comparison of the United States, the United Kingdom, France and Germany*, Bank of England., Working paper No.317, ISSN 1749-9135., pp.1-30.
- ・Meric, Iihan., S.M.Weidman, C.N.Welsh, G.Meric.,(2002) A comparison of the Financial Characteristics of U.S., E.U., and Japanese Manufacturing Firms, *American Business Review*, 20,2., pp.119-125.

- ・ Szymanski, D., S. G. Bharadwaj, P. R. Varadajan (1993), An Analysis of the Market Share-Profitability Relationship, *Journal of Marketing*, Vol. 57, pp. 1-18.

Profitability of Manufacturing companies in Japan,
England, France, Germany and the US.

Shigeo Aoki

Abstract

ROA and ROE of Japanese companies are lower when compared to those in England, France, Germany and the US. When ROA is analyzed separately by operating profit/sales and sales/total assets, the latter is at a similar level of companies in these countries, however, the former is lower. It is due to both the low sales price and high products cost in Japan. Low priced merchandises are led by the wide availability of similar products among various competitors and little product differentiation among them. Low productivity leads to the high product cost, and it is partially due to the delayed application of ICT. The root cause is, however, considered to be the company culture of Japan that accepts the low profitability even with the marginal profit, and due to lack of pressure for the management by the institutional investors.

