慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	伝統的収益性分析の再検討 : 新たなROE分解式の提案
Sub Title	The restructuring of traditional profitability analysis : the proposal of new ROE decomposition formula
Author	大柳, 康司(Oyanagi, koji)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2018
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.61, No.1 (2018. 4) ,p.209- 230
JaLC DOI	10.14991/007.20180400-0209
Abstract	伝統的収益性分析に関する研究は, 1970年代以前に盛んであったが, 現在はあまり行なわれていない。従来の収益性分析研究は個別財務諸表を中心に検討されてきたものであり, 現在のような連結財務諸表を中心とした分析を前提とはしていない。また包括利益, 税効果会計, 減損会計などの新たな会計基準の導入もまた, 前提となる財務諸表を大きく変化させるものである。このような状況をふまえ, 本論文では連結財務諸表を用いた新しい伝統的収益性分析の分解式を提案した。提案した分解式では, ROEを分解式の起点とし, ROAや売上高利益率などの関係性がどのようになっているのか, 包括利益, 税効果会計, 減損会計が収益性に対しどの程度影響を与えているのかを把握できるようになっている。またEBITDAを用いた財務比率を分解式の中に組み込めたことは, 会計上の利益とキャッシュフローを関連付けられる可能性があることを意味し, 収益性分析研究の新しい方向性を暗示するものといえる。 The study of traditional profitability analysis was active before the 1970s, but not so much now. Traditional profitability analysis has been considered mainly for separate financial statements and is not predicated on the analysis of consolidated financial statements. Moreover, accounting standards such as comprehensive income, tax effect accounting, and impairment accounting also greatly changes the presentation of financial statements. By the use of the proposed ROE Decomposition Formula, we are able to understand the relationships between ROA, profit margin and turnover etc. and the influence on the profitability by comprehensive income, income taxes adjustments and the impairment loss.
Notes	黒川行治教授退任記念号#論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20180400-0209

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

伝統的収益性分析の再検討―新たなROE分解式の提案―

The Restructuring of Traditional Profitability Analysis: The Proposal of New ROE Decomposition Formula

大柳康司（Koji Oyanagi）

伝統的収益性分析に関する研究は、1970 年代以前に盛んであったが、現在はあまり行われていない。従来の収益性分析研究は個別財務諸表を中心に検討されてきたものであり、現在のような連結財務諸表を中心とした分析を前提とはしていない。また包括利益、税効果会計、減損会計などの新たな会計基準の導入もまた、前提となる財務諸表を大きく変化させるものである。このような状況をふまえ、本論文では連結財務諸表を用いた新しい伝統的収益性分析の分解式を提案した。提案した分解式では、ROE を分解式の起点とし、ROA や売上高利益率などの関係性がどのようになっているのか、包括利益、税効果会計、減損会計が収益性に対しどの程度影響を与えているのかを把握できるようになっている。また EBITDA を用いた財務比率を分解式の中に組み込めたことは、会計上の利益とキャッシュフローを関連付けられる可能性があることを意味し、収益性分析研究の新しい方向性を暗示するものといえる。

The study of traditional profitability analysis was active before the 1970s, but not so much now. Traditional profitability analysis has been considered mainly for separate financial statements and is not predicated on the analysis of consolidated financial statements. Moreover, accounting standards such as comprehensive income, tax effect accounting, and impairment accounting also greatly changes the presentation of financial statements. By the use of the proposed ROE Decomposition Formula, we are able to understand the relationships between ROA, profit margin and turnover etc. and the influence on the profitability by comprehensive income, income taxes adjustments and the impairment loss.

三田商学研究
第61巻第1号
2018年 4 月

2018年 3 月22日掲載承認

伝統的収益性分析の再検討

―― 新たな ROE 分解式の提案 ――

大 柳 康 司

＜要　　約＞

伝統的収益性分析に関する研究は，1970年代以前に盛んであったが，現在はあまり行なわれていない。従来の収益性分析研究は個別財務諸表を中心に検討されてきたものであり，現在のような連結財務諸表を中心とした分析を前提とはしていない。また包括利益，税効果会計，減損会計などの新たな会計基準の導入もまた，前提となる財務諸表を大きく変化させるものである。このような状況をふまえ，本論文では連結財務諸表を用いた新しい伝統的収益性分析の分解式を提案した。提案した分解式では，ROE を分解式の起点とし，ROA や売上高利益率などの関係性がどのようになっているのか，包括利益，税効果会計，減損会計が収益性に対しどの程度影響を与えているのかを把握できるようになっている。また EBITDA を用いた財務比率を分解式の中に組み込めたことは，会計上の利益とキャッシュフローを関連付けられる可能性があることを意味し，収益性分析研究の新しい方向性を暗示するものといえる。

＜キーワード＞

収益性分析，ROE，ROA，包括利益，税効果会計，減損会計，EBIT，EBITDA

1．はじめに

収益性という言葉は，多くの経営分析に関連する書物で，必ず取り上げられているテーマである。厳密に収益といえば，会計上では売上高などを意味するものであるにもかかわらず，経営分析で収益性という言葉で記述されている内容は，株主資本や売上高などで利益額を除した利益率に関するものが多い。このことからいっても，収益性分析は収益ではなく，利益を取扱うものであるといえる。たとえば國弘の『経営分析―利益・収益・費用の計数的管理』では，収益性分析という表現を用いておらず，利益分析という章のなかで，利益率，収益および費用それぞれの分析に関する説明をしたうえで，損益分岐点分析の説明もなされている[1)]。このことからも，収益性

1）國弘［1957］pp.82-202

分析は会社の利益を分析対象としていると考えるべきであろう。

現在では経営分析の主流テーマの一つとなっている収益性分析ではあるが，日本における経営分析研究の萌芽期の代表的な著書と考えられる渡部［1929］や三邊［1938］のいずれにおいても，収益性に関する記述はほとんどない。いずれの研究も，大きく貸借対照表の分析と損益計算書の分析に分けてはいるものの，貸借対照表を中心とした分析に多くの紙面が割かれており，損益計算書の分析に関する記述は少ない。

その理由として，渡部［1929］は２つ理由をあげている[2)]。１つ目の理由は，決算報告書の分析的観察法の研究が，主として信用供与する立場からの研究であって，さらに信用調査のために提供されていた資料は貸借対照表に限られていたからである。この当時，損益計算書は事業家の秘密書類として考えられており，開示すると，不利益を被るものであると考えられていたようである。２つ目の理由として，損益計算書の分析は主として企業内部の経営者が行うものであったことがあげられる。損益計算書は経営者が分析するものであるから，不明な点があれば追加資料の提供を求めることができ，徹底的に分析するすべがあったので，分析方法の研究をするまでにはいたらなかったのである。

また三邊［1938］も，商人は一般的に自己の損益の状況を他人に知らせること自体を忌避するもので，第三者が必要とする会社の損益計算書を入手し，細かく分析することは不可能だといっている[3)]。このような状況から，戦前の経営分析は貸借対照表を中心とした安全性分析が主たるテーマとなっていた。

収益性分析に関する研究が数多く登場するのは，1950年代になってからである。1948年４月に公布された証券取引法により，有価証券の発行者に対して届出義務を課すこととなった。この届出が現在の有価証券報告書へとつながるものである。1950年には「有価証券報告書の処理に関する事務について」が出され，有価証券報告書の受理審査権限が財務局長に委任されることとなる。これ以降，有価証券報告書には，貸借対照表，損益計算書が記載されることとなった[4)]。こうした開示の変化が，外部分析としての収益性分析に関する研究が進んだ背景にあると考えられる。

1948年に出版された高瀬の『経営分析』では，貸借対照表の分析とならんで損益計算書の分析に関する記述がみられるようになる。ただ損益計算書の分析に割かれた紙面は少なく，取り上げられている収益性分析比率も，自己資本高に対する純益高の割合で計算される純益率，販売高に対する売買諸項目の割合で計算される売買収益率，販売高に対する各損益要素の比率・総収益に対する各収益要素の比率・総損益に対する各損費要素の比率で計算される損益要素比率の３つの比率のみであった[5)]。

その後，現在にいたるまで約70年経過しているのであるが，この間における収益性分析に関する研究は，非常に多く存在している。1950年までの経営分析に関する研究書[6)]では，安全性分析の

2）渡部［1929］pp.277-279
3）三邊［1938］p.335
4）鈴木［2016］pp.158-174および国立国会図書館インターネット資料保存事業における財務省 HP　https://www.mof.go.jp/about_mof/zaimu/30years/main/020202.htm
5）高瀬［1948］pp.37-43

後に収益性分析が取り上げられることが多かったのであるが，1950年代以降は収益性分析が最初に取り上げられるようになり，経営分析研究の主たるテーマとなっていく[7]。

企業の収益性が重視されている現状を表す例として，「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトから2014年に出された最終報告書，通称「伊藤レポート」があげられる[8]。「伊藤レポート」では，中長期的な ROE（Return On Equity：株主資本利益率）向上を経営の中核目標に据えるべきことを提言の１つとした。このことは，現在の投資家が企業の収益性，特に ROE を非常に重視していることの証左である。

1950年代以後，経営分析において非常に重要視されている収益性分析であるが，会計ビッグバン以降のさまざまな会計基準の登場，収益・費用アプローチから資産・負債アプローチへの変化などをふまえた収益性分析手法が確立されているとはいいがたい。本論文は会計ビッグバン以降に導入された会計基準を取り上げ，収益性分析にどのような影響を与えているのかを検討し，従来の収益性分析をさらに発展させるべく，新たな枠組みの提案を試みるものである。

２．収益性分析の変遷

２－１　日本における収益性分析の展開

収益性分析の検討に入る前に，収益性とは何か，またなぜ重要視されるのかに関して，収益性分析研究が盛んとなった1950年代から1980年代までに出版された研究書をもとに検討していく。

はじめに分析の対象となっている収益性とは，どのようなものであるのかについて検討したい。一言でいえば，収益性とは当該企業が儲かっているのかどうかを意味する言葉である[9]。収益性の高低の議論は概して利潤追求を目的としている営利企業を対象としたものが多いのであるが，必ずしも利潤追求を目的としてない企業，たとえば社会問題を解決することを第一義に考える社会的企業などにおいても，収益性が議論の対象となることがある[10]。このことに鑑みれば，事業を継続的に行なっていくために必要な利益が確保されているのかという意味合いも，収益性分析という言葉の中に含まれている。まとめると，企業の目的である長期維持発展が可能であるかを判断するうえで，非常に重要なものが収益性である。

前述したとおり，渡部［1929］や三邊［1938］に比較すると，高瀬［1948］や野瀬［1949］では損益計算書の分析に関する記述が大幅に増加している。しかし高瀬［1948］や野瀬［1949］においても，現在の収益性分析のような記述はほとんど見受けられない。この背景には，1940年代後半の貸借対照表および損益計算書の記載方法が企業ごとに異なっており，統一されていなかった

6）たとえば高瀬［1948］や野瀬［1949］などがあげられる。
7）たとえば國弘［1957］や飯田［1978］などがあげられる。
8）2017年10月に経済産業省から「伊藤レポート」の続編となる「伊藤レポート2.0」が発表されている。この報告書では，ESG（環境（Environment），社会（Social），ガバナンス（Governance））と無形資産投資の重要性が述べられている。経済産業省［2017］
9）青木［2012］p.9
10）たとえば鈴木［2009］などがあげられる。

ことがあると考えられる。

高瀬［1948］は，「各種の企業が公表する貸借対照表及び損益計算書等の諸項目は，非常に夥しき数と種類に上り，これを正確に理解するだけでも容易ではない[11]」と指摘しており，同一性質の勘定科目が別の勘定科目で表示されているようなこともあったようで，現在のような比率分析を行なうまえに，各勘定科目の意義をよく理解しなければ，分析ができない状況であった[12]。

このような状況を打開したものが，1949年の「企業会計原則」の公表であったといえる。「企業会計原則」の登場により，各企業が開示する貸借対照表および損益計算書の統一化がすすみ，企業間比較が可能となった。この統一化によって，現在のような開示された財務諸表，主として貸借対照表および損益計算書を用いた外部分析を主とした経営分析研究が登場することとなる。

1950年代前半の経営分析に関する研究書の多くは，アメリカもしくはドイツの研究者による経営分析手法の紹介を基本とした内容が多かった。しかし1950年代後半以降には，國弘［1957］，野瀬［1958a］，野瀬［1958b］や亀川［1966］など，経営分析の体系を明らかにしようとする研究が登場する。この頃に経営分析研究は，信用力を評価する安全性分析中心の研究から，収益性分析を中心とした研究へと変化していく。この体系化の動きは，経営分析を会計実務，会計学などの学問分野の一つとして，定着させるきっかけとなった。

1979年から1980年にかけて，國弘がまとめた全５巻からなる『経営分析大系』がこののちの経営分析の体系を作り上げたといっても過言ではない。各巻の主たるタイトルを列挙すれば，第１巻は収益性分析，第２巻は生産性分析，第３巻は流動性分析，第４巻は資本回転分析，第５巻は損益・資金分析である。國弘は，第１巻の序文で「誰が，どういう目的で経営分析を行なうかによって，（１）生産性，（２）収益性，（３）流動性のどれを重点的に分析するかが異なる。しかし，今日の企業の性格などから考えて，経営分析では収益性，生産性，および流動性の三つを分析するといえる」と述べ，収益性をその筆頭としている。1980年代以降に出版された経営分析に関する研究書をみてみると，経営分析の中心的な分析として収益性分析と流動性分析を取り上げる研究が多い[13]。

２－２　収益性分析の領域

収益性分析と一言でいっても，何をもって収益性分析とよぶかは論者によって異なっている。前項でも述べたように，収益性分析は経営分析の主たる分析テーマであることに関しての合意はあるものの，具体的な財務比率[14]や計算方法などに関しては千差万別である。このような状況に

11）原文は旧字体であるが，筆者が新字体に変えている。高瀬［1948］p.7

12）高瀬［1948］pp.7-18

13）たとえば，君塚・坂口［1974］，染谷［1984］，上野［1994］などがあげられる。日本経済新聞社・日本証券経済研究所［1987］では，収益性分析，流動性分析と同列に，生産性分析を取り上げている。しかし石崎［2015, p.12］が指摘しているように，生産性分析に関してはその重要性は低下していないものの，近年取り上げられることが少なくなっているため，本論文では，収益性分析と流動性分析の大きく２つにわけて説明している。

14）財務比率という表現は，財務指標などとよばれることもある。指標という言葉を，広辞苑第７版でしらべると，「物事の見当をつけるためのめじるし。」という意味を持っている。その点から財務指標という表現も↗

鑑みても，収益性分析とは何かに関しての総論的な合意はあるにせよ，具体的にどのようなことを意味するのかは，明確にはなっていない。

日本における経営分析に関する最初の研究書といってもよい1915年刊行の『決算報告之見方』において，石山は会社の良否を払込資本金と利益金とを対照してみる利益率から最初に見るべきであると指摘している[15]。ここで石山が述べている利益金とは，現在でいう当期純利益ではなく，固定資産の減価償却費控除前の利益である。その理由は，固定資産の償却に関して一定した償却率があるべきはずであるが，実際はそうではなく，減価償却費を非常に多く計上している会社もあれば，非常に少なく計上している会社もあることから，この金額の妥当性を判断することができないため，減価償却費控除前の利益を用いているのである[16]。

石山の主張は，現在の ROE を重視すべきという主張と通じるものであるといっても過言ではない。また利益率を検討する場合には，当期純利益に減価償却を加算した利益，別の言い方をすれば簡易キャッシュフローを用いるべきと主張している点も，非常に興味深い。

払込資本に対する利益率，すなわち ROE の分析を収益性分析の中心的な指標とする研究は，石山［1915］に限らない。野瀬［1958a］においても，シュマルツの利益対資本関係分析を，収益性分析として検討しており[17]，ROE を収益性の中心的な指標ととらえていると考えられる。しかし三菱経済研究所［1961］で取り上げている収益性は，使用総資本利潤率，すなわち ROA（Return On Assets：総資産利益率）であり，ROE に関する記述はほとんどない[18]。

この点に関し，國弘［1957］は，収益性を大きく２つにわけることができると主張する[19]。１つ目の収益性は，企業は最少の犠牲で最大の成果をあげようとすることであるから，費用と収益の割合で示す費用対収益比率で表すことができるものである。２つ目の収益性は，資本は手段，利益は結果と考えることができるから，利益と資本の割合で示す資本利益率で示すことができるものである。２つの収益性のうち，後者が通常，利益率などとよばれるものである。さらに資本利益率に関しては，分母の投下資本についてどのようなものをとるかによって，いくつかの資本利益率が考えられるが，そのなかでも総資本と自己資本の２つが重要であると主張する[20]。國弘が示した費用対収益比率の例としてあげられるものが，売上高利益率であり，後者の資本利益率は，ROE と ROA である。この分類にしたがえば，石山［1915］，野瀬［1958a］，三菱経済研究所［1961］はいずれも後者に分類されるものを収益性ととらえている。

収益性分析に関する財務比率の開発という点からいうと，1970年代前半でその研究が止まったといっても過言ではない。1970年代後半は，Lev［1974］の分解分析，奥野・山田［1978］の統計

↘ 考えられるが，本論文で検討する財務比率すべてがなんらかの目印として有用か否かまでは検討していない。このことから基本的に本文中では財務指標ではなく，財務比率という表現を用いている。

15）石山［1915］p.2

16）石山［1915］pp.8- 9

17）野瀬［1958a］pp.327-343

18）三菱経済研究所［1961］pp.39-66。上領も，「損益構造と資産関係との相互関係は，総資本収益率に集約的に表現できる」（上領［1984］p.46）と述べ，ROA の重要性を説いている。

19）國弘［1957］pp.88-89

20）國弘［1979］pp.31-36

的手法の導入など，財務比率の開発を中心とした伝統的経営分析とは大きく異なる新たな分析方法の提案がなされた時期である。この時期以降，経営分析の主たる研究テーマは，従来の財務比率の開発から複合的かつ総合的分析手法の探求へと移行していった。

ただ1980年代以降においても，新しい収益性分析に関する財務比率が全く開発されていないわけではないが[21]，新しく開発された財務比率はROEやROAのように定着してはいない。これは，石崎［2015］がいう伝統的分析比率の限界に起因すると考えられる。石崎は，どのような指標にも必ず限界があり，さまざまな分析比率が数多く作成されたものの，指標に固有の限界が存在しており，その有効性が絶対的ではないと指摘し，指標が絶対的でない理由として，次の５つをあげている[22]。１つ目の理由は使用に固有の限界が認識されるようになったこと，２つ目の理由は指標は時代のニーズの変化によって重要性が低下することがあること，３つ目の理由はある種の理論や考え方が注目を集めていたときの指標がその衰退とともに重要性を失うことがあること，４つ目の理由はある国において有効であっても経済発展段階の違いにより重視されないこと，５つ目の理由は経営分析が財務要因にとどまらず，定性的要因を含む分析へと変化していることである。このような理由から，1970年代まで盛んに研究されていた財務比率を利用した収益性分析（以下，「伝統的収益性分析」とよぶ）に関する研究は少なくなったと推測される。

さらに近年のICTの発達により，企業の財務データの入手が容易となり，くわえてコンピュータの計算能力の向上もあったことから，複数の財務比率を組み合わせた統計手法を用いたモデルが，数多く開発されるようになった。これらのモデルに組み込まれる財務比率をみてみると，1970年代以前に研究されたものがほとんどである。現在では企業価値そのものを分析対象とする研究[23]や経営戦略を含めた総合的経営分析に関する研究[24]が盛んであるが，これらの研究においても用いられる財務比率に大きな違いはない。

このような状況に鑑みれば，伝統的収益性分析は当該企業を静態的ではあるが，分析する手法としての価値はいまだ十分あると考えられる。しかし伝統的収益性分析に用いられている財務比率間の関係がどのようになっているのかを論理的に検討した研究が少ないため，多くの分析では財務比率をそれぞれ個別に利用するにとどまっている。次節では現在利用されている伝統的収益性分析比率を整理し，それらの比率の体系化を目指す。

21）たとえば，ROIC（Return On Invested Capital：投下資本利益率）やEBITDAマージンなどがあげられる。ROICは，営業利益÷（固定資産＋運転資金＋現金預金）で計算され，EBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization：償却前利払前税引前当期純利益）マージンは，EBITDA÷売上高で計算される。

22）石崎［2015］pp.12-13

23）たとえばCopeland et al.［1990］やMadden［1999］の研究があげられる。

24）たとえばPalepu et al.［2000］の研究があげられる。

3．伝統的収益性分析に利用される財務比率の整理

3－1　収益性に関連する財務比率の整理

収益性に関連する財務比率として，経営分析などのテキストに紹介されているものは，非常に多い。たとえば，日経財務データ DVD 版で提供されている収益性に関連する財務比率は，収益性指標として47指標，資本利益率指標として13指標，マージン関連として10指標，ROE 関連指標として11指標，合計81指標となっている。収益性関連指標の中には，キャッシュ・コンバージョン・サイクルの計算に利用される売上債権回転日数，棚卸資産回転日数，買入債務回転日数なども含まれており，伝統的収益性分析ではあまり取り上げられることがない財務比率まで，収益性関連指標に含まれている。

これは伝統的に，資本（もしくは資産）利益率を売上高利益率と資本（もしくは資産）回転率の積に分解することが多いからであろう。また青木［2012］は，いろいろな資産（本）利益率として22種類の財務比率を紹介している[25)]。この例をみてもわかるように，収益性に関連する財務比率として取り上げられているものは，非常に多岐にわたっている。

さまざまな財務比率が存在するものの，分母，分子の計算方法が微妙に異なっているだけのものも数多く存在する。そこでこれらの財務比率を整理するために，國弘［1957］で示された分類を用いる[26)]。具体的には投下資本に対してどの程度の利益を獲得しているかを示す投下資本利益率と，どの程度の費用をかけて現状の収益を獲得できているのかを示す費用対収益比率[27)]の２区分である。さらに前者の投下資本利益率は，株主の立場からみる資本利益率と企業全体をみる資産利益率に分類することができる[28)]。これらの分類をまとめたものが，図１である。

図１の体系をそのまま収益性分析に適用しようとすると，それぞれの比率がばらばらのまま利用されることとなり，結果個々の財務比率の関係性がわかりづらくなるという問題が生じる。多くの財務比率を利用すればするほど，それぞれの財務比率間の関係性は複雑になってしまうのである。この複雑性によって，企業の状況を容易に把握することは困難となる。この例として，A と B という２つの収益性分析比率を考える。いずれの比率とも数値が大きければ大きいほどよいと考えるものとする。計算した結果，A は過年度よりも上昇しているにもかかわらず，B は過

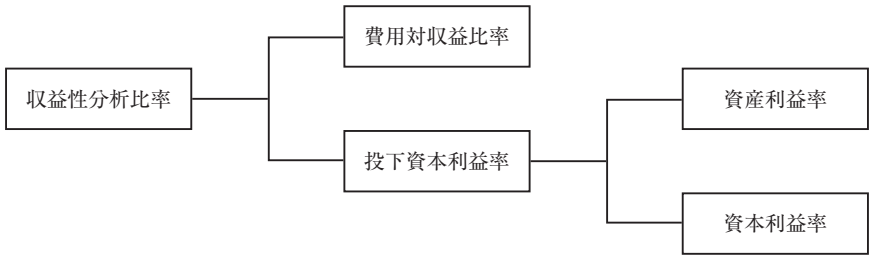
25）青木［2012］p.167

26）國弘［1957］pp.82-85

27）本来は企業が収益を獲得するために，どの程度の費用を投下したのかを示す財務比率となるのであるが，収益－費用＝利益であることから，$\frac{利益}{収益}=\frac{収益-費用}{収益}=1-\frac{費用}{収益}$という形で示すことができ，仮に収益額が同一であっても，少ない費用で収益を獲得できたのであれば，利益率は上昇することとなる。そのため，利益率は費用対収益の効率性をみる財務比率ともいえるものである。

28）青木［2012］は，資産利益率を，企業全体をみる立場からの資産利益率，株主の立場からの資本利益率，債権者の立場からの資産利益率（総資産利益率）の３つに分類している（青木［2012］pp.169-184）。しかし分母を基準に分類を考えれば，企業全体をみる立場からの資産利益率と債権者の立場からの資産利益率はいずれも総資産を用いた比率であることから，本論文では分母を基準に２つに分類している。

図１　収益性分析比率の体系



出典：國弘［1957］pp.82-85を参考に，筆者作成

年度よりも低下しているということがよくある。この場合，収益性が向上しているのか，それとも低下しているのか，直感的に判断することはできなくなってしまう。複数の財務比率を用いた分析では，このような状況が生じることが多い。

この問題を解決するものが，分解式であると考える。分解式は，たんに数式を計算上分解したのみで意味がないという見解があるもの，基準となる財務比率がなぜそのような結果となったのかをわかりやすく，かつ論理的に説明することができるという利点がある。この利点を利用することによって，各財務比率の関係性が明確となり，論理矛盾のない解釈を行なうことができる伝統的収益性分析が可能となると考えた。

3－2　分解式による収益性に関連する財務比率の統合

具体的な分解式の議論に入る前に，分解式の起点となる比率として，どの比率を用いるべきなのかを検討しなければならない。別の言い方をすれば，このことは伝統的収益性分析を行なう際に最も重視すべき財務比率として，どのような財務比率を中心に置くべきなのかということである。図１を基本に考えれば，起点となる比率はROEを中心に考えるのか，ROAを中心として考えるのか，それとも費用対収益比率を中心に考えるのかのいずれかになるであろう。

どの財務比率を重視するかということは，どのような立場からの分析であるのかによって，当然変化するものである。たとえば株主からみた企業の収益性であればROEを，企業全体としての収益性であればROAを中心に考えることが妥当であろう。また売上高利益率はある種企業の効率性を分析するうえでは，欠くことができない財務比率ともいえる。

近年では経済産業省［2014］のように，既存株主や潜在投資家重視の立場からROEを中心に考えるべきであるという主張が多くみられる。しかし時代によってどの収益性に関連する財務比率を重視すべきかの主張は変化し，実際にどの収益性に関連する財務比率を重視しているかに関する企業アンケート結果も，調査機関によって結果が異なっている[29)]。

29）たとえば蟻川他［2006］による調査では，重視する経営指標として，経常利益，営業利益，売上高，キャッシュフロー，ROE，ROAの順で重視する度合いが強いことが示されている（蟻川他［2006］p.23）。また2017年６月に閣議決定された「未来投資戦略2017」では，ROAを重視すべきことを主張している。

そこで視点をかえ，デュポンシステム，もしくはデュポンチャートといわれる財務比率の分解式を利用し，３つの財務比率の関係性を明らかにすることによって，どの財務比率を中心に考えるべきかを検討する。デュポンシステムとは，資本利益率を売上高利益率と回転率の積に分解して，それぞれの財務比率の関連性を明らかにする方法である。このような分解式は，たんに数式の問題ととらえられがちであるが，起点となる財務比率がどのような影響で変化したのかをとらえるために，非常に有用な方法であると考える。

多くの分解式は，売上高や総資産を分母と分子に入れることによって，２つの比率の積に分解する方法が用いられている。最も有名なものの一つに，ROE を，売上高当期純利益率，総資産回転率，財務レバレッジの積に分解した

$$\frac{利益}{自己資本}=\frac{利益}{総資産}\times\frac{総資産}{自己資本}=\frac{利益}{売上高}\times\frac{売上高}{総資産}\times\frac{総資産}{自己資本} \qquad (式１)$$

という式がある。この式を各比率の名称で表すと，

ROE ＝ ROA ×財務レバレッジ＝売上高利益率×総資産回転率×財務レバレッジ

となる。この分解式によって，図１で示した３つの収益性分析比率である，費用対収益比率（売上高利益率），資産利益率，資本利益率の関係性を，財務レバレッジを加えることで説明することができるようになる。収益性分析に用いられる財務比率を分類した財務比率がこの式にすべて含まれることから，この分解式をさらに発展させることで，伝統的収益性分析比率の体系化ができると考えた。すなわち ROE を起点とした分解式によって，伝統的収益性分析は，体系化することができる可能性があるのである。

ただこの分解式を利用するだけでは，収益性分析が抱える課題がすべて解決されるわけではない。たとえば，（式１）における利益には，どのような利益を使うべきなのかは非常に重要な論点である。この点も，論者によって非常に多くの見解があるところである。さらに2000年前後から始まった会計ビッグバンによって，この議論はさらに混迷を深めたといえる。

前述したとおり，収益性分析の主たる研究は1970年代におおむね完成したものであるため，基本的には収益費用アプローチに基づいた個別財務諸表を前提としたものである。そのため，2000年前後にはじまった会計ビッグバンによる財務諸表の変化に対して，伝統的収益性分析をどのように行なうべきなのかに関する詳細な検討は，ほとんどされていない。くわえて会計ビッグバン以後，資産負債アプローチに基づいた連結財務諸表で，伝統的収益性分析の財務比率をそのまま適用できるのか，また具体的に連結財務諸表を用いた分析を行なう際に，どの数値を利用すべきなのかに関しての意見も統一されたものはない。次節では，会計ビッグバン以降導入された新たな会計基準のなかで，伝統的収益性分析に対して大きな影響を与えると考えられるものを取り上げ，伝統的収益性分析での取扱いをどのようにすべきなのかを検討する。

表１　会計ビッグバン以後の主な出来事

1997年	「連結財務諸表の見直しに関する意見書」公表
1998年	「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」公表
	「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」公表
	「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」公表
	「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」公表
1999年	「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」公表
2000年	情報開示が，個別決算中心から連結決算中心へ変更
	連結キャッシュフロー計算書の導入
2001年	財務会計基準機構設立
2002年	「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」公表
2005年	「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」公表
	「株主資本等変動計算書に関する会計基準」公表
	「ストック・オプション等に関する会計基準」公表
2006年	会社法施行
	「棚卸資産の評価に関する会計基準」公表
	「金融商品に関する会計基準」公表
2007年	「四半期財務諸表に関する会計基準」公表
	「リース取引に関する会計基準」公表
2008年	「資産除去債務に関する会計基準」公表
2009年	「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」の公表
2010年	「包括利益の表示に関する会計基準」公表
2017年	「法人税，住民税及び事業税等に関する会計基準」公表

出典：筆者作成

４．新たな会計基準が伝統的収益性分析に及ぼす影響

４－１　会計ビッグバン以降の新たな会計制度

2000年前後にいわゆる会計ビッグバンといわれる会計制度の大変革がはじまった。会計ビッグバンは，伝統的収益性分析に大きな影響を及ぼすこととなる。会計ビッグバンによって，新たに導入された会計基準をまとめたものが，表１である。

これらの動きは，日本の会計基準を国際標準へ近づけようと試みた結果である。新しい会計基準の導入によって，上場企業の財務諸表は1990年代以前と大きく異なる形式となった。またこのような動きは，当然企業の利益を大きく変動させるものでもあったため，伝統的収益性分析の比率計算に用いる財務数値に関しても，工夫をしなければならない状況が生じている。具体的にどのような計算式が好ましいと考えるのかに関する議論はあるものの，結論は論者によって異なる。この結果，３－１で示したような数多くの財務比率が登場することとなったのである。

会計ビッグバンの皮切りとなった個別財務諸表中心の開示から連結財務諸表中心の開示への変更は，伝統的収益性分析に最も大きな影響を及ぼすこととなる。伝統的収益性分析の研究は，連結財務諸表が存在しない段階におけるものが多いため，連結財務諸表においても財務比率がそのまま適用可能であるのか，もし適用できないとした場合にはどのような修正をしなければならな

いのかなどの検討が必要となる。[30)]

またその後公表されたさまざまな会計基準も，企業の収益性に大きな影響を及ぼすものが多い。これらの会計基準に対応するために，財務比率をどのように修正しなければならないのかについて検討し，伝統的収益性分析比率の計算式を修正すべきである。本論文においては，特に伝統的収益性分析に影響を及ぼすと考える会計基準，具体的には連結決算への対応，連結キャッシュフロー計算書の導入，包括利益，税効果会計，減損会計に関して，伝統的収益性分析において，どのように取扱うことが適切なのかを検討する。

4－2　連結決算への対応

IFRS（International Financial Reporting Standards：国際財務報告基準）をはじめ，国際的には企業を連結グループでとらえるという考え方が主流となっている。日本においても1997年に「連結財務諸表の見直しに関する意見書」が出され，2000年３月期より上場企業の情報開示は連結財務諸表中心となったものの，伝統的収益性分析の説明は，あくまでも個別財務諸表中心のままである。これは伝統的収益性分析が必ずしも，上場企業を中心に考えられているわけではなく，非上場の中小企業への適用も重視されているからと考えられる。そのため，連結財務諸表における伝統的収益性分析の議論はあまり進んでいない。

連結財務諸表を用いた伝統的収益性分析を行なう際にまず考えなければならないことが，非支配株主に関連する事項である。特にROEなどの財務比率を考える際に，非支配株主をどのように取扱うのかによって，計算される結果は異なるものとなる。企業を一つの連結グループとして考える場合，この連結グループへの出資者という観点で考えれば，親会社株主も子会社の非支配株主も大きな違いは存在しない。二者の違いは，連結グループへの影響力がどの程度あるのかである。

伝統的収益性分析で明らかにしようとしていることは，対象企業の利益獲得能力である。このように考えれば，親会社株主であっても，子会社の非支配株主であっても，純資産に計上される新株予約権をもつ潜在的な株主であっても，当該連結グループへの出資者としては同等であるため，特段区別する必要はない。連結グループ全体の収益性を考えるのであれば，非支配株主をも含めたすべての出資に対する収益性を分析すべきである。また非支配株主に帰属する当期純利益に関しても，この利益に関する処分権は非支配株主にはなく，親会社がその権利をもっていること[31)]から，連結グループ全体の収益性を考えるに際し，親会社株主に帰属する当期純利益と非支配株主に帰属する当期純利益を区分する必要はない。

さらに連結財務諸表中心の開示制度への変更に伴い，新たに連結キャッシュフロー計算書が導入された。従前から会計上の利益よりもキャッシュフローを重視すべきという主張[32)]があり，こ

30）大柳［2001］では，連結財務諸表を用いた収益性分析比率の検討を行なっている。

31）剰余金の配当に関する決議機関を，ある一定の条件を満たすことによって，取締役会に委譲することができる（会社法459条第１項）が，これには定款変更等の手続きが必要となり，この場合であっても親会社株主の意向が重要であり，結果剰余金の配当に関する決定権を親会社株主がもっていると考えることができる。

の考え方に従えば，収益性分析ではなく，キャッシュフロー分析を中心にしたほうがよいといえる。この議論は会計上の利益がよいのか，キャッシュフローがよいのかという二者選択の議論と考えることができる。

当然，利益の利点・欠点もあれば，キャッシュフローにも利点・欠点が存在する。収益性分析という言葉が用いられる限り，分析対象から利益を排除することはできない。しかしこのことだけで，キャッシュフローに関するものをすべて収益性分析から排除することができるわけではない。可能であれば，キャッシュフローに関連する利益をも含めた伝統的収益性分析が最も好ましい体系である。利益とキャッシュフローとの連携が伝統的収益性分析の同一の枠組みの中で考えることができれば，非常に有用な分析方法となると考える。

4－3　包括利益の導入

包括利益の導入は，伝統的収益性分析に対して最も大きな影響を及ぼすものである。収益費用アプローチから資産負債アプローチへの変化によって，損益計算書のボトムラインを当期純利益から包括利益へ変更すべきだという主張がみられるようになった。またIFRSなどにおいても包括利益が導入されるなか，財務諸表の国際的な比較可能性を重視しなければならないという主張が高まり，結果，日本においても包括利益が導入されることとなった。

この包括利益の導入によって，大きな影響をうけたものがROEである。コーポレート・ガバナンスに関する議論や株主重視に関する議論が盛んになったころからROEを重視した経営を行なうべきであるという主張がみられるようになったのであるが，包括利益の導入によって，この根幹の財務比率であるROEを考え直さなければならなくなった[33]。ここでの課題を簡単に説明すれば，ROEの分母に，株主資本を用いるのか，それとも純資産を用いるのか，また分子に当期純利益を用いるのか，それとも包括利益を用いるのかということである。単純に組み合わせだけ考えれば，ROEは4通りのものが考えられる。

しかし，日本において純利益を計算する場合には株主資本，一方で包括利益を計算する場合には純資産を用いるという対応関係が明示的に規定されている（企業会計基準委員会［2016］第3章第6-11項）ことから，伝統的収益性分析においても，この対応関係を重視し，利益と株主資本，包括利益と純資産という関係を維持すべきと考える[34]。このように考えれば，ROEは，株主資本によるものと純資産によるものの2種類のROEを考えなければならないこととなる。

4－4　税効果会計

伝統的収益性分析において，税効果会計はあまり議論されている論点ではない。しかし導入当初から，企業の最終利益を押し上げる効果があり，収益性を分析するうえで，考慮せざるをえないものではあった。極端な例ではあるが，税引前当期純利益が赤字であっても，税効果会計の影

32）たとえば櫻井・佐藤編著［1999］などがあげられる。
33）ROEと包括利益の関係を検討している研究として，たとえば平屋［2015］などがあげられる。
34）藤井［2016］p.9

響により，最終利益である当期純利益が黒字化している企業も存在したのである。現在は，「繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針」が出され，この問題の影響は従前と比べて減少したかに感じられる。

しかし現行の税効果会計によっても，税務上の一時差異を解消できるほどの利益を獲得できていなかった企業や過去に多額の税務上の繰越欠損金を計上していた企業などが，業績を向上させて利益水準を上昇させた場合には，結果として繰延税金資産をより多く計上することができる場合があるとの指摘がある。[35)]

当然のことながら，赤字であっても将来回収できる十分な利益水準へ回復する見込みがある場合には，繰延税金資産を計上することができる。このような会計処理を行なった企業の当期純利益は法人税等調整額によって押し上げられることとなり，その結果，当該年度の当期純利益を用いたROEなどの伝統的収益性分析比率も高く表示されることとなる。この点も，伝統的収益性分析において考慮しなければならないことである。

4－5　減損会計

減損会計は2006年３月期から導入されたもので，当初は固定資産，特にバブル期に取得し，簿価が高い土地に適用する事例が多かった。導入当初は減損損失の金額も，現在ほど巨額ではなく，企業の収益性に及ぼす影響も決して大きいものではなかった。そのため，減損損失を通常の費用と同様に考え，収益性を計算しても大きな問題は生じなかった。

しかし近年のれんの減損による巨額損失を計上する企業が見受けられるようになってきた。のれんの減損損失を計上している背景には，経済産業省［2017］においても指摘されているように，多くの日本企業が成長を加速するために積極的なM&Aを実施していることがある。[36)]この結果，巨額なのれんが貸借対照表に計上されている企業が目立つようになってきている。当然のことながら，すべてのM&Aが成功するわけではない。M&Aの失敗は，結果のれんの減損損失を発生させることとなる。

のれんの減損に関し，山内［2017］は，６つの特徴があることを指摘している。それは，（１）複数年度にわたるのれんの減損の発生，（２）短期間でののれんの減損の発生，（３）同一セグメントにおけるのれんの減損の発生・セグメントにおける損失の発生とのれんの減損の発生，（４）海外で頻発するのれんの減損，（５）のれんの減損に係る多様な発生原因，（６）減損損失に係る測定のブラックボックス化である。山内が指摘する複数年度にわたるのれんの減損の発生や減損損失に係る測定のブラックボックス化は，企業の収益性に大きな影響を及ぼすことから，この点も考慮した伝統的収益性分析を行なう必要がある。

またのれんの減損損失は，巨額であることが多く，減損損失を計上した期は大幅な赤字を計上する企業も多く存在する。減損損失の計上は伝統的収益性分析においても，その解釈に大きな影響を及ぼす。山内の指摘にあるように，減損損失はあるセグメントでの発生がほとんどであると

35）西田［2017］p.618
36）経済産業省［2017］pp.19-20

すれば，他のセグメントでは通常の利益をあげているはずである。減損損失を含めた伝統的収益性分析を行なう限り，減損損失がノイズとなり，企業全体としての収益性がどのようになっているのかを分析することは困難となる。この問題を解決するためには，減損損失のような企業の収益性に大きな影響を及ぼす項目を調整した伝統的収益性分析比率も検討する必要がある。

以上のような新たに導入された会計基準の影響を考慮したROEの分解式を次節で検討する。

5．新たなROE分解式の提案

伝統的収益性分析において，その中心となるものはROEであろう。3－2で伝統的収益性分析比率を統合するうえで，ROEを起点に考えることで整理することができることを明らかにした。別の言い方をすれば，このことは多くの伝統的収益性分析比率をROEに集約することによって，その関係性を明らかにすることができることを意味する。そこで，本節ではROEを起点とした伝統的収益性分析比率の分解式を提案する。また現在連結財務諸表中心で情報開示されることが多いことから，以下の比率の説明は，すべて連結財務諸表の表示項目で行うこととする。[37)]

一言で，ROEといっても，4－3で述べたように2種類のROEが存在する。それは包括利益を純資産で除したもの（本論文では「ROE_{com}」とよぶ）と当期純利益を株主資本で除したもの（ROE）である。[38)]この2つの関係性は，

$$\frac{包括利益}{純資産}=\frac{当期純利益}{株主資本}\times\frac{株主資本}{純資産}+\frac{OCI}{純資産} \qquad （式2）$$

で示すことができ，各比率の名称を用いると，

$$ROE_{com} = ROE \times 株主資本構成比 + 純資産\ OCI\ 率$$

となる。[39)]式中のOCI（Other Comprehensive Income）は，その他の包括利益を示す。また株主資本は4－2で検討した理由から，株主資本に新株予約権，非支配株主持分を合算したものを用いる。

包括利益を当期純利益とその他の包括利益に分割することによって導き出される（式2）は，ROE_{com}とROEの関係性を明らかにするものである。ROE_{com}に対するROEの影響はROEに純資産に対する株主資本の割合を乗じたもので，ROE_{com}に対するその他の包括利益の影響は純資産OCI率で，それぞれ示すことができる。さらに（式2）からROE_{com}に対するROEの影響は，純資産におけるその他の包括利益累計額（Accumulated Other Comprehensive Income：以下，「AOCI」

37）連結財務諸表で示された計算式であっても，個別財務諸表に適用することができる。非支配株主持分に関連する部分をゼロとし，その他の包括利益累計額を評価・換算差額等に変更すれば，そのまま利用することは可能である。

38）どちらをROEとするかは，論者によって異なると考えらえるが，純利益の有用性を示した実証研究が多いことから，本論文では，当期純利益を用いた財務比率をROEとよぶこととした。

39）本論文で用いる貸借対照表項目は，すべて期首と期末の平均値を用いることとする。これは損益計算書が「期間」の値であり，貸借対照表は「時点」の値であるからであり，この整合性をとるためである。

とよぶ）の構成比が高ければ高いほど減少することもわかる。一方で，その他の包括利益累計額がマイナスであれば，株主資本構成比は1を超えることとなり，ROE_{com} に対する ROE の影響を増大させることもある。

次に，ROE の分解式を示す。4－4で示した税効果会計の影響を明らかにするために用いる分解式は，

$$\frac{当期純利益}{株主資本}=\frac{EBT}{株主資本}\times\left(1-\left(\frac{法人税等}{EBT}+\frac{法人税等調整額}{EBT}\right)\right) \quad （式3）$$

で，各比率の名称を用いると，

$$ROE = ROE_{BT}\times(1-(推定実効税率+税効果調整率))$$

となる。（式3）の EBT は，Earnings Before Tax で，税金等調整前当期純利益を示す。本来，実効税率は課税所得に対する法人税等であるが，ここでは EBT に対する法人税等の比率であるため，実効税率と区別するために推定実効税率とよぶこととする。また税効果調整率は，西田［2017］が指摘する税効果会計による利益変動の影響を明らかにすることができるものである。この比率がマイナスであれば，利益を上昇させる効果があることとなる。推定実効税率と税効果調整率の和を税率（τ）とよぶ。

つづいて ROE_{BT} の分解を試みる。ROE_{BT} の分解方法には，2つのものがある。伝統的には ROE を ROA と財務レバレッジの積として示すことが多いが，財務レバレッジを高めるだけでは ROE が向上しないことがあり，積による分解式は分析者をミスリーディングする可能性がある。このようなことが生じる理由は，財務レバレッジの上昇により，支払利息などの金融費用が増加するからである。別の言い方をすれば，財務レバレッジを向上させたとしても，利益率よりも金利が高い場合には，かえって ROE を低下させてしまうのである[40)]。この金利負担とレバレッジの影響を理解できるような分解式は，

$$\frac{EBT}{株主資本}=\frac{EBIT}{総資産-AOCI}+\left(\frac{EBIT}{総資産-AOCI}-\frac{金融費用}{総負債}\right)\times\frac{総負債}{株主資本} \quad （式4）$$

であり，各比率の名称を用いると，

$$ROE_{BT} = ROA+(ROA-I)\times財務レバレッジ（\lambda）$$

となる。ROA の分子には，EBIT（Earnings Before Interest and Tax：利払前税引前当期純利益）を用いる。これは資産の収益性を，有利子負債の過多の影響を考慮しない利益，すなわち EBIT を用いて計算することを意味する。EBIT を用いた ROA は，有利子負債から生じる金利の影響を排除したものであることから，有利子負債の過多に影響を受けない本来の意味での資産利益率であ

40）このことは Palepu et al.［2000］においても指摘されている（Palepu et al.［2000］Chapter 9 pp.4-9，斉藤監訳［2001］pp.215-219）。また森脇［1997］は，（式4）のような分解式のみを紹介している。

るといえる。式中のIは負債利子率を意味し，金融費用は支払利息や手形売却損などの利子相当額の合計を用いる。またROAとIの差をスプレッド（D）とよぶ。Dがマイナスであれば，財務レバレッジを高めることは，結果としてROE_{BT}を低下させることとなる。

AOCIに関しては，貸借対照表の貸借を一致させるために，総資産から控除している。AOCIには，その他有価証券評価差額金，繰延ヘッジ損益，為替換算調整勘定，退職給付に係る調整累計額等が含まれており，厳密には総資産もしくは総負債を調整しなければならない。しかし外部分析によって，この調整を行なうことは困難な場合が多い。そこでAOCIの中で，その他有価証券評価差額金のウェイトが高いことが多いことから，本論文では計算の複雑化および困難性を回避するために，便宜的にAOCIを総資産から控除し，計算することとした。この総資産からAOCIを控除したものを，本論文では，「修正総資産」とよぶ。

ROAを一般的によく利用される利益率と回転率に分解した式が，

$$\frac{EBIT}{修正総資産}=\frac{EBIT}{売上高}\times\frac{売上高}{修正総資産} \qquad （式5）$$

であり，各比率の名称で表すと，

ROA＝売上高EBIT率×修正総資産回転率

となる。この分解式も有用であるが，4－5で指摘した減損損失を考慮した分解式も考えることができる。

減損損失は減価償却と同様，現金支出が伴わない非資金的費用に分類される。IFRS適用に伴い，減価償却方法を定率法から定額法へ変更する企業が増加しているため，減価償却方法の違いによる影響は減少しているものの，いまだ定率法を採用している企業も多い。定率法による減価償却費は，新しい資産であれば大きく，古くなれば徐々に減少していく。他の条件が一定であるとすれば，定率法による減価償却費の低下によって，利益が上昇することとなる。つまり定率法を用いている企業の利益は，保有資産の新旧によって大きな影響を受けることとなる。

この影響を説明できるようにするために，ROAに対する減価償却や減損損失の影響を考慮した分解式が，

$$\frac{EBIT}{修正総資産}=\frac{EBITDA}{修正総資産}\times\frac{修正総資産}{修正総資産+DA}+\left(\frac{EBITDA}{修正総資産+DA}-1\right)\times\frac{DA}{修正総資産} \qquad （式6）$$

であり，各比率の名称で表すと

ROA＝修正総資産EBITDA率×償却ディスカウント
　　＋（償却前修正総資産EBITDA率－1）×修正総資産償却費比率

となる。（式6）中のEBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization：償却前利払前税引前当期純利益）[41]は，DA（Depreciation and Amortization：償却額）を控除する前のEBIT

を意味し，キャッシュフローに近いものと考えることができる[42]。ここでは，DA は減価償却に減損損失を加算したものを利用する。これによって，減損損失の影響を把握することができる分解式となる。また償却ディスカウントは，

$$\frac{修正総資産}{修正総資産+DA}=1-\frac{DA}{修正総資産+DA} \qquad (式7)$$

と変形することができ，1から償却前修正総資産償却費比率を控除した額となる。つまり DA が大きければ大きいほど，修正総資産 EBITDA 率の ROA に対する影響は割り引かれることとなる。このような影響を及ぼすことから，この比率を償却ディスカウントと名付けた。

（式6）の右辺第1項は，償却ディスカウントを考慮した修正総資産 EBITDA 率の影響を表している。また第2項は，償却前修正総資産EBITDA比率は基本的に1よりも小さくなるため（償却前修正総資産 EBITDA 率－1）は負，修正総資産償却費比率は正と必ずなることから，第2項の値は必ず負の値となる。第2項が意味するところは，ROA に対して償却額がどれくらい負の影響を及ぼしているのかを示すものとなる。まとめれば，この分解式によって，第1項でキャッシュフローに近い収益性を，第2項で減価償却等による利益への負の影響（償却影響度）をそれぞれ把握することができるようになる。

また修正総資産 EBITDA 率は，利益率と回転率に分解することもできる。式は，

$$\frac{EBITDA}{修正総資産}=\frac{EBITDA}{売上高}\times\frac{売上高}{修正総資産} \qquad (式8)$$

となり，EBITDA マージンと修正総資産回転率の積で示すことができる。

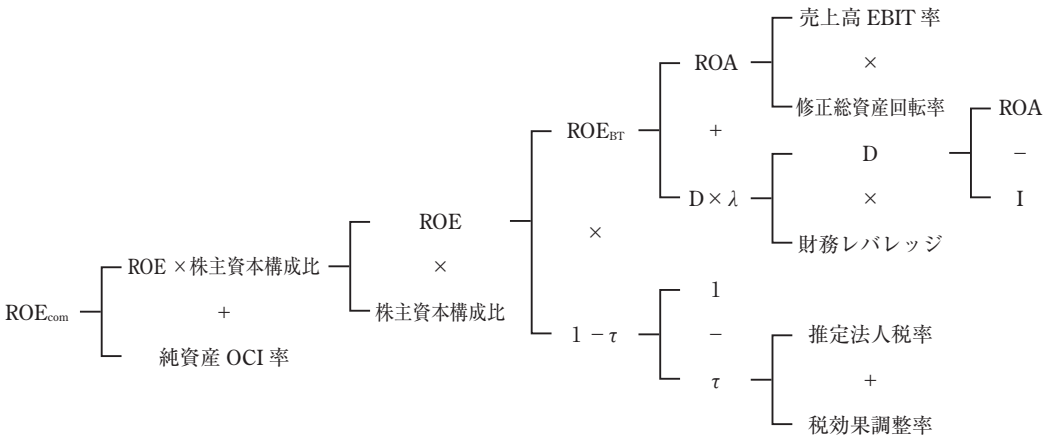
以上の分解式をまとめたものが，図2および図3である。図2は ROE の分解式を意味し，図3は ROA の分解式を意味する。この2つの表をまとめたものが，本論文で提案する ROE の分解式の体系である。図中の符号は，上下の財務比率の関係を表している。次節では，上記分解式を利用したケーススタディとして，三菱自動車工業株式会社を取り上げる

6．ケーススタディ ―三菱自動車工業株式会社を例に―

前節で取り上げた ROE の分解式の例として，三菱自動車工業株式会社（以下，「三菱自動車」とよぶ）を取り上げる。三菱自動車を取り上げたのは，業績変動が激しい企業の一つであるからである。三菱自動車は2000年および2004年に発生したリコール隠しによって業績が悪化し，2004年に三菱グループ主導で再建を図ることとなった。2004年3月期から2006年3月期までは3期連続赤字となるものの，2007年3月期には黒字転換している。しかし2009年3月期は，リーマン

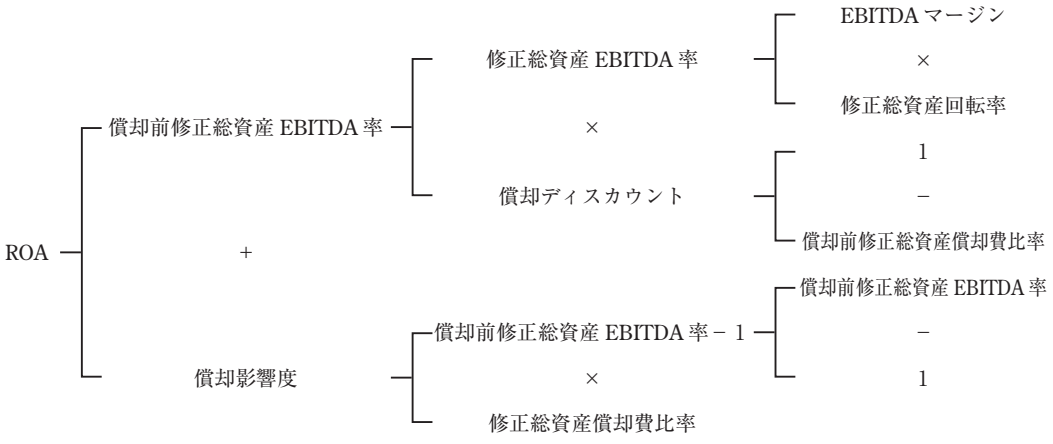
41）EBITDA に対する批判もあるが，副次的な効果があるという主張もある（星野［2004］p.8）。
42）EBITDA は，運転資本の増減を考慮していないことから正確にはキャッシュフローということはできない。ただ EBITDA は，利益ではなく，粗いキャッシュフローであるという見解もある（平岡［2009］pp.39-41）。

図 2　ROE 分解式



出典：筆者作成

図 3　ROA 分解式



出典：筆者作成

ショックにより，再び赤字に転落してしまう。この間の赤字により，2001年 3 月期に生じた連結欠損金は減少することなく，増加し続け，2009年 3 月期の連結利益剰余金は約7700億円のマイナスとなった。

リーマンショック後は，2009年 6 月に電気自動車のアイ・ミーブを発表，2010年 6 月には「三菱愛着力プロジェクト」を開始，2013年11月にはルノー・日産アライアンスと商品・技術における協力関係を築き，業績は安定するものの，2014年 3 月期に増減資を行なうまで，連結欠損金を解消することはできなかった。この状況に追い打ちをかけたのが，2016年 4 月に発覚した燃費偽装問題である。この不祥事により，業績は再び急落し，その後日産自動車の出資を受け，再建中である。[43)]

表２　三菱自動車の伝統的収益性分析比率

	2011年３月	2012年３月	2013年３月	2014年３月	2015年３月	2016年３月	2017年３月
ROE_{com}	7.20%	8.00%	28.68%	27.03%	24.25%	4.79%	−29.48%
ROE	5.58%	7.31%	10.60%	21.14%	18.52%	10.74%	−25.69%
株主資本構成比	1.42	1.40	1.27	1.12	1.06	1.07	1.10
純資産 OCI 率	−0.71%	−2.27%	15.18%	3.26%	4.59%	−6.68%	−1.15%
ROE_{BT}	8.90%	11.53%	17.67%	23.12%	19.98%	15.03%	−20.72%
推定法人税率	45.01%	31.96%	25.05%	21.07%	13.27%	21.20%	−20.96%
税効果調整率	−7.74%	4.66%	14.97%	−12.48%	−5.94%	7.31%	−3.01%
ROA	3.15%	3.89%	5.44%	8.14%	8.36%	7.10%	−10.29%
I	1.27%	1.29%	0.98%	0.89%	0.45%	0.19%	0.16%
財務レバレッジ	3.06	2.94	2.75	2.07	1.47	1.15	1.00
売上高 EBIT 率	2.39%	3.06%	4.41%	6.04%	6.14%	4.87%	−8.26%
修正総資産回転率	1.32	1.27	1.23	1.35	1.36	1.46	1.25
修正総資産 EBITDA 率	8.12%	9.04%	9.18%	12.39%	13.51%	11.02%	−7.16%
償却ディスカウント	0.953	0.951	0.964	0.959	0.951	0.962	0.970
償却前修正総資産EBITDA率	7.73%	8.60%	8.85%	11.89%	12.85%	10.61%	−6.94%
修正総資産償却費比率	0.050	0.051	0.037	0.043	0.052	0.039	0.031
償却前修正総資産償却費比率	−0.923	−0.914	−0.911	−0.881	−0.871	−0.894	−1.069
EBITDA マージン	6.15%	7.11%	7.45%	9.20%	9.92%	7.55%	−5.75%

出典：三菱自動車有価証券報告書より筆者作成

三菱自動車の「５．新たな ROE 分解式の提案」であげた伝統的収益性分析比率をまとめたものが表２である。表２をみてみると，ROE_{com} の変動が激しいことが見て取れる。2013年３月期から2015年３月期までは25%前後となっているが，それ以外は10%以下となっている。この変動は，純資産 OCI 率の影響が大きいと考えらえる。特に2013年３月の純資産 OCI 率は約15%となっており，ROE が10%程度であることを考えれば，OCI の影響によって ROE_{com} が急激に上昇したことがわかる。また ROE をみると，ROE_{com} ほどではないものの，同じく大きな変動がみられる。2014年３月期の税効果調整率が△12%ほどになっており，この時期は税効果会計の影響で ROE が押し上げられている。

2013年３月期以降は，金利低下による影響も多分に考えられるが，ROA，修正総資産 EBITDA 率，EBITDA マージンなどの財務比率が改善していることから，この時期，三菱自動車の収益性はある程度回復したということができる。しかし2017年３月期は，燃費偽装問題による巨額損失計上により，再び業績は悪化し，EBITDA マージンもマイナスとなっていることから，日産自動車からの出資が必要不可欠であったことが推測できる。

43）2017年11月に発表された第２四半期決算短信によれば，2018年３月期の業績予想は，黒字へ転換する見込みである。

7．おわりに

本論文では，1970年代まで盛んに研究されていた伝統的収益性分析比率に関し，近年の新たな会計基準の公表に伴う財務諸表の変化の影響をどのように考慮すべきかについて，検討を行なった。1970年代の伝統的収益性分析は個別財務諸表の分析を中心に検討されたものであり，現在のような連結財務諸表の分析を前提とはしていない。そのため非支配株主持分の取扱いなどの検討が必要な状況である。また伝統的収益性分析の中心となる財務比率であるROEに関しても，包括利益が導入されたことによって，ROEの計算式自体も再検討しなければならない。さらに伝統的収益性分析で用いられる財務比率も，論者によって計算式が異なることがあるため，同じ名称の財務比率であっても，計算結果が異なってしまうことがある。このような財務比率の計算式の多様化・複雑化は，専門家ではない一般の人が伝統的収益性分析を容易に行なうことを困難にする一因となっている。

本論文で提案したROEの分解式は，包括利益，税効果会計，減損会計の影響を考慮したものであり，ROEの変動がなぜ生じているのかを理解するうえで，有用であると考える。ケースタディとして取り上げた三菱自動車の例をみても，たんにROEのみでは，当該企業の状況を的確に把握できないことがあることは明らかである。ROEがどのような影響をうけて，このような結果になっているのかを理解することは，当該企業の収益性を理解するうえで，非常に重要である。しかし1社のみのデータを分析しただけでは，この分解式が有用であるかを明らかにできないことは明白である。したがって本論文だけで，今回提案した伝統的収益性分析比率の有用性を検証できたとまではいえない。今回提案した財務比率の有用性の検証に関しては，今後の研究課題としたい。

また文中では連結財務諸表を中心に検討したのであるが，ROE分解式は当然のことながら，個別財務諸表にも利用できるものである。キャッシュフローに近いと考えらえるEBITDAをROEの分解式に組み込めたことは，伝統的収益性分析がまだ発展する可能性があることを意味する。経営分析に関連する研究の多くが統計的手法を用いた実証分析となっている現在であっても，個別企業を分析するための伝統的収益性分析の重要性が喪失したわけではない。伝統的収益性分析の研究が，今後再び盛んになることを期待する。

謝辞

黒川行治先生には，筆者が慶應義塾大学商学研究科前期博士課程に入学したときから，財務会計の指導をしていただいた。もともと経営学を専攻としていた筆者であったため，財務会計に関する基礎知識が不十分であった。そのような筆者に対しても，財務会計の基本的な考え方，変わりゆく財務会計の世界を熱心に指導していただいた。このとき学んだ知識が，筆者の財務会計研究の基盤となっている。この場をかりて，心から感謝の意を表したい。

参 考 文 献

Copeland, T., T. Koller & J. Murrin［1990］*Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company（伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営 キャッシュフロー経営への転換』日本経済新聞社 1993年）

Lev, B.［1974］*Financial Statement Analysis: A New Approach*, Prentice-Hall（柴川林也・寺田徳訳『現代財務諸表分析』東洋経済新報社 1978年）

Madden, B.T.［1999］*CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm,* Butterworth-Heinemann（福島毅・小柴正浩・杉岡秋美訳『CFROI キャッシュフロー企業評価』エコノミスト社 2001年）

Palepu, K.G., P.M. Healy & V.L. Bernard［2000］*Business Analysis & Valuation 2nd Edition*, South-Western College Publishing（斉藤静樹監訳　筒井知彦・川本淳・八重倉孝・亀坂安紀子訳『企業分析入門［第２版］』東京大学出版会 2001年）

青木茂男［2012］『要説経営分析［四訂版］』森山書店

蟻川靖浩・菊田逸平・有馬基之・小田晋一郎・岸野崇・茨木秀行［2006］「アンケート調査からみた日本的経営の特徴」経済財政分析ディスカッション・ペーパー DP/06-3

飯田修三［1978］『現代収益性分析―収益性分析と社会性分析』税務経理協会

石崎忠司［2015］「Ⅲ新しい分析指標」日本経営分析学会編『新版経営分析事典』税務経理協会，pp.12-21

石山賢吉［1915］『決算報告之見方』ダイヤモンド社

上野正男［1994］『経営分析の発展と課題』白桃書房

大柳康司［2001］「連結財務諸表を用いた総合電機会社の収益性分析」『年報経営分析研究』No.17, pp.46-53

奥野忠一・山田文道［1978］『情報化時代の経営分析』東京大学出版会

上領英之［1984］『動的経営分析の基礎―日米企業比較―』千倉書房

亀川敏雄［1966］『体系経営分析論』白桃書房

企業会計基準委員会［2006］『討議資料　財務会計の概念フレームワーク』財務会計基準機構

君塚芳郎・坂口康［1974］『経営分析論　経営会計全書18』日本評論社

國弘員人［1957］『経営分析―利益・収益・費用の計数的管理』ダイヤモンド社

國弘員人［1979］『経営分析大系１　収益性分析』中央経済社

國弘員人［1979］『経営分析大系２　生産性分析』中央経済社

國弘員人［1979］『経営分析大系３　流動性分析』中央経済社

國弘員人［1980］『経営分析大系４　資本回転分析』中央経済社

國弘員人［1980］『経営分析大系５　損益・資金分析』中央経済社

経済産業省［2014］「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」

経済産業省［2017］「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」

櫻井通晴・佐藤倫正編著［1999］『キャッシュフロー経営と会計』中央経済社

三邊金藏［1938］『経営分析』東洋出版社

鈴木和哉［2016］「有価証券報告書と証券取引委員会：証券取引法会計形成過程の一断片」『立教経済学研究』Vol.3 No.69, pp.157-196

鈴木正明［2009］「社会的企業をどのように支援すべきか―収益性向上の取り組みから得られる含意―」『日本政策金融公庫論集』Vol.4, pp.25-46

染谷恭次郎［1984］『経営分析　三訂版』国元書房

高瀬荘太郎［1948］『経営分析』千倉書房

高松和男編著［1997］『経営分析と経営情報』同文舘出版

西田俊之［2017］「税効果会計」『企業会計』Vol.69 No.5, pp.614-619

日本経営分析学会編［2015］『新版経営分析事典』税務経理協会

日本経済新聞社・日本証券経済研究所編［1987］『経営分析ハンドブック』日本経済新聞社

野瀬新藏［1949］『経営分析研究』千倉書房

野瀬新藏［1958a］『経営分析論　発展史的構造的研究　上巻　経営分析体系論』日本学術振興会

野瀬新藏［1958b］『経営分析論　発展史的構造的研究　下巻　経営分析手続論』日本学術振興会

平岡秀福［2009］「企業と事業の財務的評価のためのキャッシュフロー概念」『創価経営論集』Vol.33 No.1, pp.39-57

平屋伸洋［2015］「IASB 討議資料の利益概念と資本利益率」『経理知識』No.94, pp.77-90
藤井秀樹［2016］「純資産包括利益の計算構造に関する再検討」『財務会計研究』No.10, pp.1-20
古川栄一［1980］『経営分析　三訂版』同文舘出版
星野一郎［2004］「プロフォーマ会計における合理性と社会性：会計情報操作の新形態とその含意」『広島大学マネジメント研究』No.4, pp.1-25
三菱経済研究所［1961］『企業の成長と収益性』東洋経済新報社
毛利直規［2015］「当期純利益と包括利益の業績指標としての関係性についての一考察」『立教ビジネスデザイン研究』No.12, pp.73-86
森脇彬［1997］「収益性の分析」高松和男編著『経営分析と経営情報』同文舘出版，pp.15-27
山内暁［2017］「のれんの減損に係る事例とその特徴：日本基準採用企業を中心に」『証券アナリストジャーナル』Vol.55 No.11, pp.33-45
渡部寅二［1929］『決算報告書の分析的観察法』同文舘出版

［専修大学］