

[研究ノート]

「株式時価総額/営業利益で見れば、株価は割高」

“Japanese Stock Prices are overvalued on Operating Profit”

玉山和夫

要 旨

企業の稼ぐ力は営業利益にあらわれる。その営業利益は資本金 10 億円以上の非金融法人企業全産業で、2019 年度の減益により、リーマン・ショック前の最高水準である 2007 年度を下回った。しかも、営業利益は 2005 年度以降、経常利益に及ばない状況が続いている。一方経常利益は、2018 年度において過去最高を更新し、2019 年度は、経常減益になったとはいえ、依然としてその水準は高い。背景はいたって単純で、受取金利が支払い金利を上回った状態が続いていることである。

稼ぐ力はリーマン・ショック前（2007 年度）を超えていないのに、金融政策によって高上げされた経常利益は好調に見えるということである。このため営業利益で株式市場の時価総額を割った比率では、バブル期に次ぐ割高度を示していたにも関わらず、経常利益を分母とした場合は、その割高度合が低下してきている。

日頃我々が目にして PER は、経常利益から特別利益、特別損失を調整して税金を支払ったあとの、純利益を分母としている。この限りにおいて、PER は稼ぐ力に対する株価の比率とは言えない。

そもそも、一国の経済が成長していない中で、企業利潤の源泉である売上高が伸びることはない。売上高と株式市場の時価総額との比率でも、日本の株価は割高であり、稼ぐ力に相応しくない株価という意味で、典型的な金融相場が続いていた。

本稿では、東京証券取引所のデータと法人企業統計から、以上の事実を検証する。

1. 先行研究

営業利益が経常利益より下回る状況を論じた論文は、極めて少ない。いくつかのキーワードで検索してみたが、なかなか見つからなかった。一つ発見できたのは、日向啓爾 2010 である。この論文では法人企業統計によると 2004 年度以降、全産業全規模で経常利益率が営業利益率を上回るようになったことを指摘している。さらに、中規模企業では 1999 年度から、小規模企業では 1997 年度から、逆転現象が始まっていたことを示した。また、逆転した後の経常利益率と営業利益率の差が大きい順に並べると、小企業、大企業、中企業、中堅企業となることも分かった。そして、営業利益率は傾向的に低下していた。産業ごとにもこの逆転現象を分析したまとめとして、日向啓爾 2010 は、経常利益率と営業利益率の逆転の主要因を、金融費用の低下に求め、かつそれは金利低下もさることながら借入金の削減に負うところが大きいとしている。借入金の削減について

は、玉山和夫 2013 がその額の大きさに言及している通りである。

高田創 2018 は、営業利益と経常利益の関係は論じていないが、債権者への支払いが減少し、投資家への配当が著増したと指摘している。バラスシートで見れば、負債の減少・自己資本の充実であり、損益計算書で見れば、支払い利息が減少したことに伴って相対的に経常利益さらには純利益が増加した結果、配当を増やすことが出来たということである。そして金融機関だけでなく一般企業も、より投資家としての役割を担うようになることを予想している。

これらの先行研究を参考に、本稿が主張するのは、稼ぐ力が伸びていないのに、株式市場の時価総額が伸びてきたのは、金融緩和の賜物であるという事実である。そしてそのことを利益の面から説明するのが、過去最高を更新していた損益計算書の経常利益である。

2. 本稿の展開

次の3は、使用するデータを紹介する。

4では、営業利益と経常利益の逆転現象をつぶさに観察する。この逆転の背景にあるのは、金融緩和政策と、企業による大規模な債務返済である。そして、逆転された営業利益はその水準そのものが、低迷していたことを再確認する。それは売上高が伸びない中では、むしろ当然といえる。

5では利益に対して、株式市場の時価総額が、いかなる水準にあるかを検証する。対経常利益では2000年のITバブルや2008年のリーマン・ショック前に比べれば、割高度合は少なく見えるが、対営業利益では、これらを超えて割高になっている。さらには、利益の源泉たる売上高そのものと、時価総額の関係についても見る。売上高が伸びないなかでの、時価総額の増加は、いわゆる金融相場の典型的な現象といえる。

最後に6でまとめを述べる。

3. 使用データ

株式市場の時価総額は、日本取引所グループのウェブサイトから東京証券取引所1部上場企業時価総額をダウンロードし、これから金融、保険、証券等金融関係の時価総額を差し引いた。

以後、「時価総額」は、特別の断りがない限り金融を除く東証1部上場企業の時価総額を指す。また、時価総額は、断りがない限り四半期平均である。

名目GDPは経済協力開発機構（OECD）の統計ウェブサイト、OECD.statからとった暦年の数値を用いる。

売上高、営業利益、経常利益、人件費、減価償却費は、法人企業統計の金融を除く全産業資本金10億円以上を、東証1部上場企業のそれらとして採用した。法人企業統計によれば資本金10億円以上の金融を除く純資産は、2020年3月までの年度で445兆円である。一方、東証上場企業のそれは東証統計月報によれば422兆円である。二つの集団はほぼ同等の企業群といえる。ただし、法人企業統計にも東証月報にもそれぞれ、問題はある。東証統計月報は連結決算の短信を単純に合計している。したがって、連結グループ外との取引については、売上高、利益等すべて親子で二重に計上されている。法人企業統計は、継続して単独決算の集計である。つまり親子間の取引について、相殺されていない。これの金額が全規模で約10兆円に上ることを、星野卓也2018が指摘している。いずれの統計も正確さを欠

いているが、法人企業統計には継続性があり、営業利益と経常利益の差を問題とする場合は、大きな問題とはならない。また、利益額が過剰に計上されているにも関わらず、時価総額の対営業利益比率が割高なら、実際はさらに割高であると判断することになるだけである。

よって、本稿では東証1部上場企業（金融除く）の売上高、利益等の財務データは法人企業統計の金融を除く全産業資本金10億円以上を採用する。

以後、特に断りがない限り、売上高、利益、付加価値など財務の用語は、すべて法人企業統計の金融を除く資本金10億円以上の、それらを指す。また、財務数値は、過去4四半期の平均を年率換算している。過去10年の平均値は、40四半期の平均を年率換算したものである。

4. 営業利益と経常利益の逆転現象

4.1 逆転現象

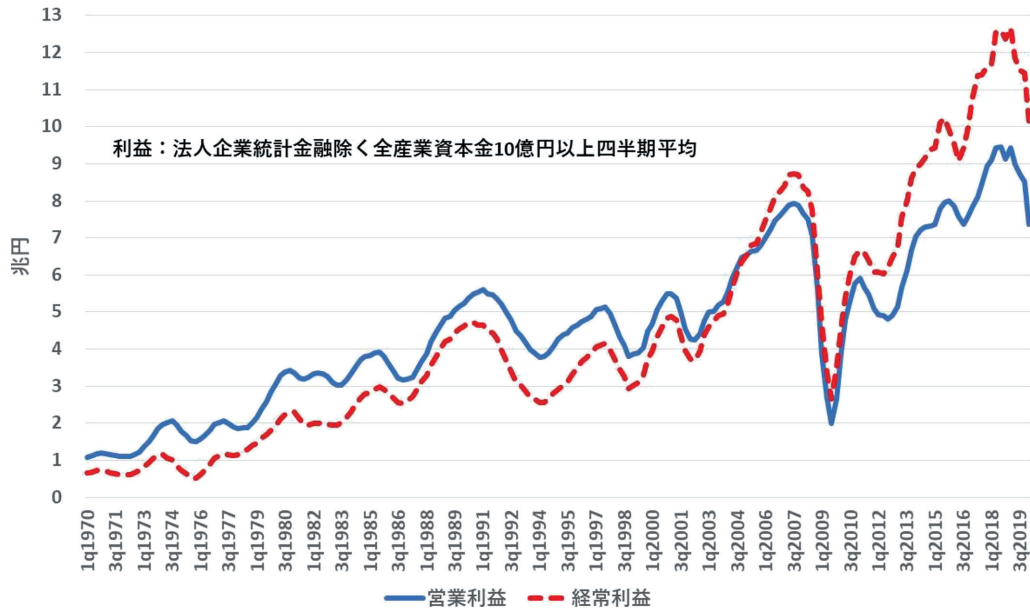
図表1に、1970年第1四半期から2020年第1四半期までの、営業利益と経常利益の推移を示した。これによると2005年第3四半期から、経常利益が営業利益を上回るようになったことがわかる。そして経常利益に逆転を許した営業利益は、2020年第1四半期にはリーマン・ショック前の水準以下に戻ってしまっている。詳しく見ると、営業利益は2007年第3四半期に、31.76兆円のそれまでのピークを見たのち、リーマン・ショック後下落して、2009年第3四半期には8.02兆円を見る。そのうち2018年第3四半期には既往ピークを更新して37.81兆円に至ったものの、Covid-19の感染症危機で2020年第1四半期には、29.47兆円まで下落した。

この逆転現象および利益水準の長期的傾向を示したのが、それぞれの利益の過去10年平均で表した図表2である。営業利益は、リーマン・ショック以来、ほとんど伸びていなかったことがよく分かる。ただ、四半期平均と異なり、10年平均ではここ数年の増益を反映して営業利益は直近で上向き始めていたのだが、今後この傾向を維持できるかどうかは予断を許さない。

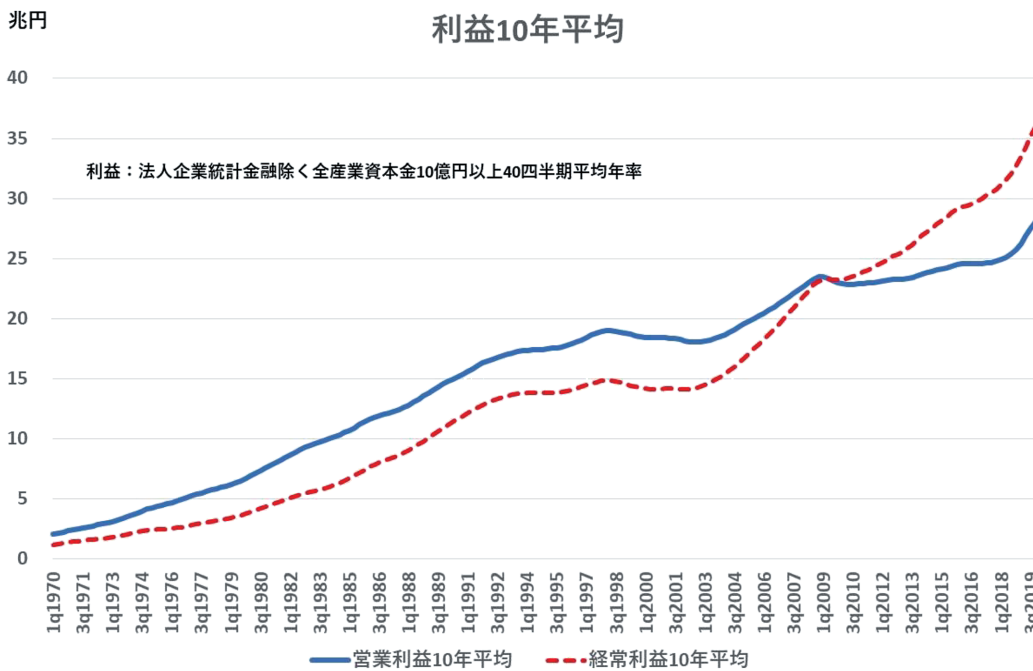
4.2 逆転現象の背景

過去においては、営業利益から純金利負担を差し引いたものが、ほぼ経常利益であったことから考えれば、この逆転の理由は想像に難くない。金利負担が、純金利収入に転じたのである。そしてその理由

図表1
営業利益 vs 経常利益



図表2
利益10年平均



も至って単純で、中央銀行による低金利政策である。ただ、低金利が当局の期待するように、企業の資金需要を喚起して、負債を増加させていたなら、金利負担が必ずしも軽減されるとは限らない。むしろ、玉山和夫 2013 が指摘したように、日本企業は、低金利のなかでも負債を返済し続けていた。日本企業は、所有不動産の価格下落に伴う不動産価値の減少分に匹敵する負債額を、返済または償却などにより削減したのである。その額、1991年から2009年ま

での不動産価値減少分 275 兆円に対して、負債減少額 262 兆円であった（玉山和夫 2013）。この結果日本企業の時価ベースの売上高純金融資産比率は株式を除いて、バブル崩壊後も傾向としては増加し続けた。日本企業は、極めて保守的に、純金融資産の水準を守ろうとしたのである。

金利低下と負債の減額により、日本企業は支払い金利超過の状態から、受取金利超過に転じた。その金額は、営業利益と経常利益の差にほぼ匹敵してい

る（図表3）。

以上のことが物語るのは、日本企業は過去20年近くにわたって、実質的な稼ぎである営業利益を伸ばすことが出来なかったということである。経常増益は、金融政策と企業の保守的財務戦略の賜物であって、本業の力とは言えない。

5. 利益水準から見た時価総額の水準

5.1 利益と時価総額

図表4に、時価総額を営業利益と経常利益のそれぞれ過去10年平均年率で割った値の推移を示した。これはロバート・シラーが提唱している、10年平均の純利益で株価を割ったCyclically Adjusted Price Earnings Ratio (CAPE)の考え方に倣ったものである。本来のCAPEは、インフレ調整後の10年平均純利益を分母とする。分子である株価もインフレ調整後の数値を用いる。この操作により、景気循環やその他の一時的な利益変動を平準化しようとしている。本稿では、利益も時価総額もインフレ調整は行っていない。分子・分母ともにインフレ調整をしても、結果には影響しない。

図表4によれば、時価総額/経常利益の直近の水準は、ITバブルの2000年、リーマン・ショック前の2007年の水準と比較すれば、その割高度合が低いといえる。

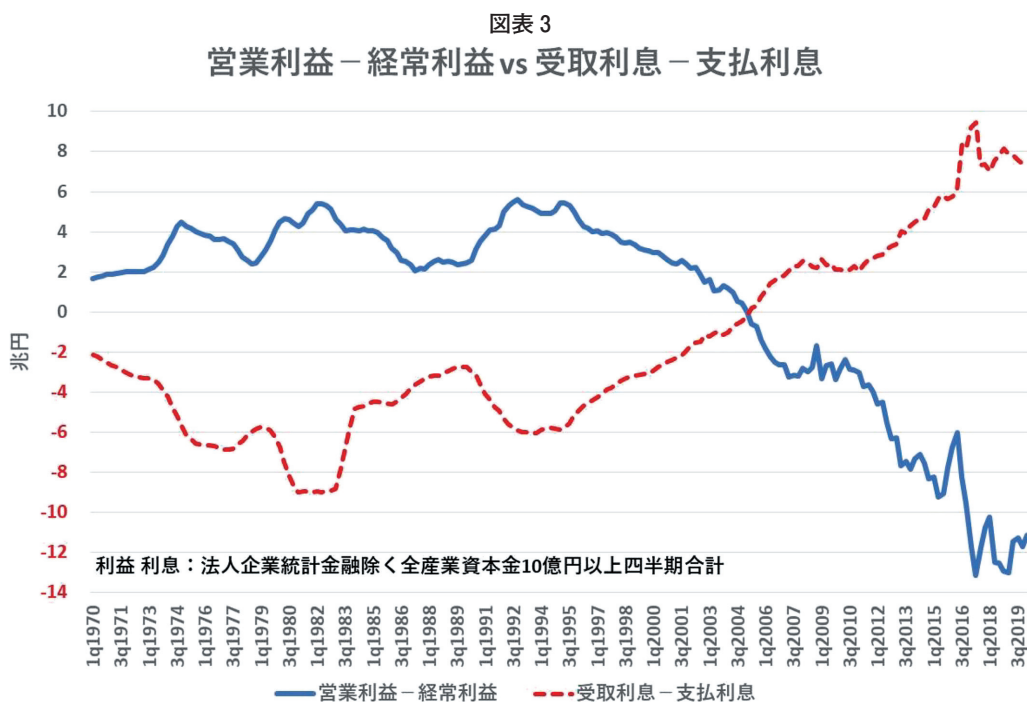
一方、時価総額/営業利益は、過去のピーク時に比べて、徐々にその割高度合を高めてきているのがわ

かる。つまり、本来の稼ぐ力に比して株価水準は、平成のバブル期を除けば、最も割高な位置にあったのである。

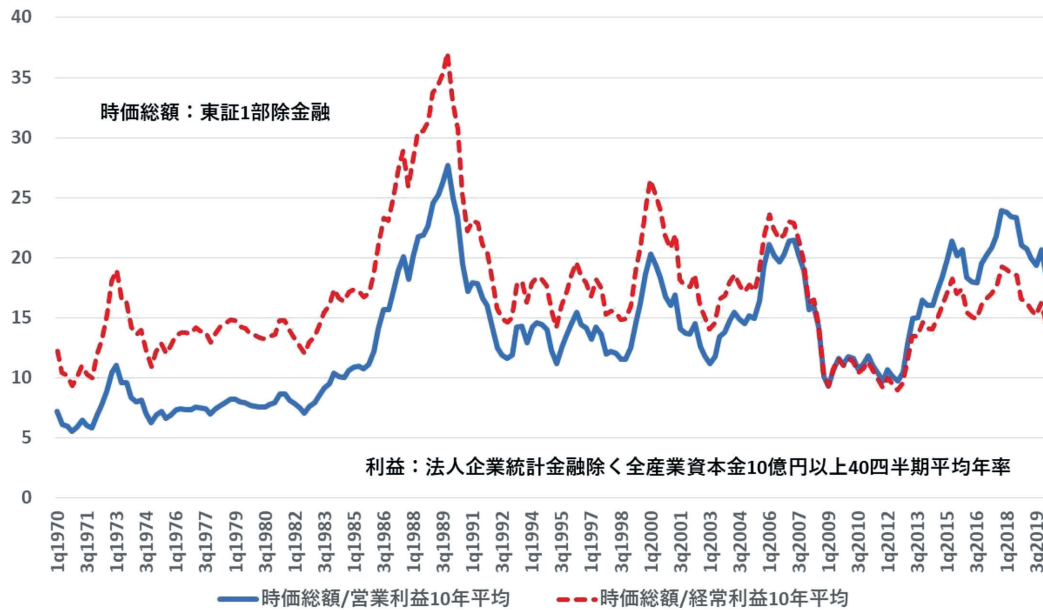
してみると、日々目にしているPERを評価する際にも、我々は慎重になるべきである。PERの分母である一株当たり予想純利益（EPS）は、経常利益から特別利益加えて特別損失を差し引いたものである。特別損益の大変動がないかぎり、経常利益が増益であれば、EPSは増加する。当然これはPERの低下要因である。また、CAPEの考え方からすれば、単年度の予想EPSを分母とすること自体、極めて近視眼的といえる。実際、今回のCovid-19のパンデミックが起こる1年前の2019年5月の東証1部平均PERは、既往最低に近い13.11倍であった（図表5）。この時、10年平均の経常利益で時価総額を割った値は、15.61（2019年第2四半期）と直前のピークの19.26（2017年第4四半期：リーマン・ショックの約1年前）からわずか19.00%下にあるに過ぎない。また、時価総額を営業利益の10年平均で割った値では、同時期の数値は19.92であり、リーマン・ショック1年前のピークである23.93の16.8%下の位置にあった。

5.2 売上高と時価総額

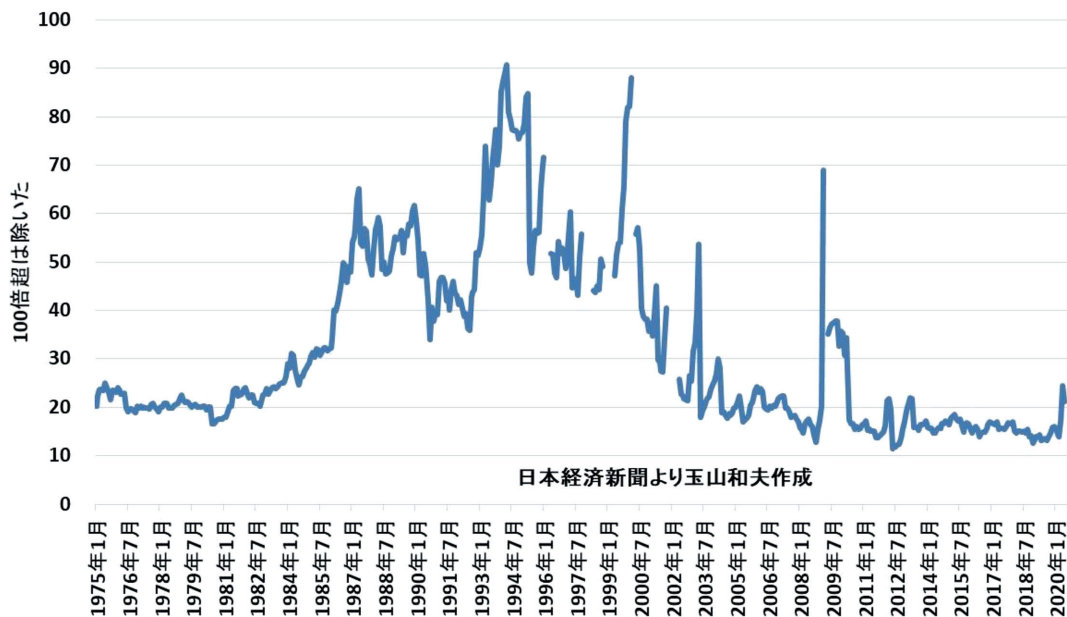
図表6に、名目GDPと企業の売上高を並べて示した。GDPとは、付加価値の合計であり、付加価値とは営業余剰（企業利益）と雇用者所得（給与：人



図表4
時価総額/利益 10年平均



図表5
東証1部平均PER



件費)と資本減耗(減価償却費)の合計である。企業の売上高の主要構成要素も、営業利益と人件費と減価償却費である。いずれも一国の付加価値を代表する数値である。であるからにはそもそも、名目GDPが伸びなければ、売上高も伸びないのである。実際、名目GDPは、1997年の534兆円から2018年の547兆円までほとんど伸びていない。同時期の売り売上高10年平均も、551兆円から590兆円にしか

しかるに、時価総額はアップ・ダウンを繰り返しながらそのピーク値を切り上げてきた(図表7)。結果として、時価総額の対売上高10年平均は、平成バブルのピークであった1.16(1989年第4四半期)に匹敵する1.04(2019年第4四半期)となっている(図表8)。

6. まとめ

日本の株価は、時価総額/営業利益で見て平成バ

ブルのピークに次ぐ割高度を示している。また、利益の源泉である売上高を分母にして時価総額を割れば、直近の割高の度合はさらに増して、ほとんど平成バブル並みと言って良い水準である。

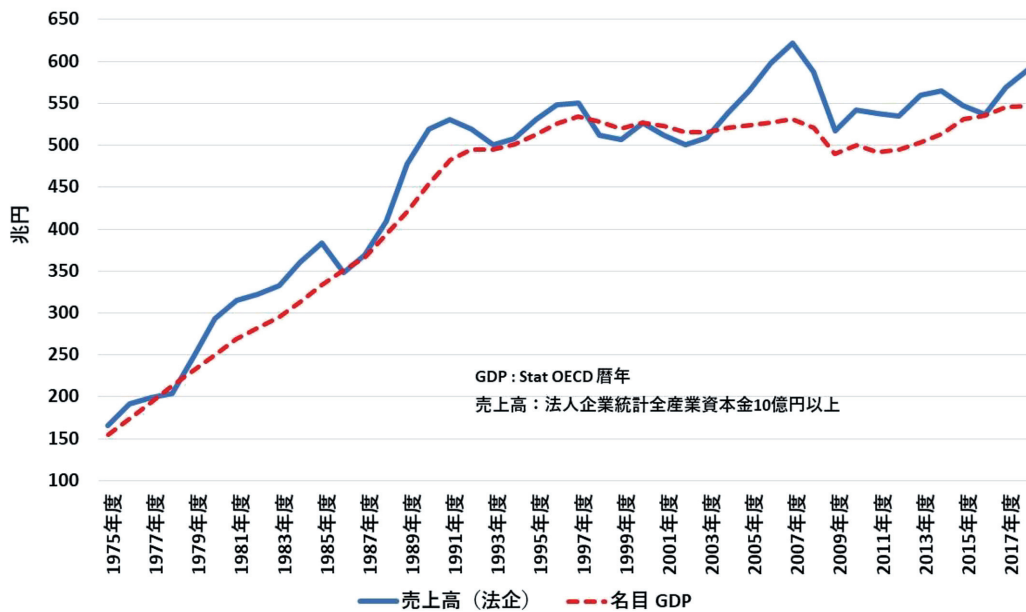
こうなれば株主にとっての最終的な取り分である純資産だけが、株価評価の拠り所とならざるを得ない。つまり、株主は株価に対して一株当たり純資産(BPS)しか、要求できなくなる。株価純資産倍率(PBR)は、平成バブル崩壊後、長期にわたり低下傾

向にある(図表9)。これは、株価が割安になってきたというよりは、企業の稼ぐ力の低下を物語っているのである。

参考文献

高田創「企業収益史上最高を更新、実質無借金比率約6割、企業は投資家に」みずほ総合研究所リサーチ TODAY 2018年9月20日
 玉山和夫「日本の土地神話は終焉したのか？」札幌

図表6
売上高 vs 名目GDP



図表7
時価総額 vs 売上高10年平均



図表8
時価総額/売上10年平均



図表9
東証1部平均PBR



学院大学経営論集 2013年3月

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)

日向啓爾「中小企業を中心とする営業利益率と経常利益率の逆転現象」札幌大学 経済と経営 2010年11月

星野卓也「日本企業の企業利益に10兆円の二重計上?～法人企業統計で膨らむ実態との乖離」第一生命経済研究所 Economic Trends 2018年8月24日

