

1. ごあいさつ

初夏の日差しが感じられるこの頃、いかがお過ごしでしょうか。株式会社アイリンクの照井清一です。

先日、母校の同窓会の行事でかつての高専の先生とご一緒する機会がありました。OBの皆さんから当時の先生の破天荒ぶりを聞きました。

そういえば私が高専1年生の時、指導教官 T 先生も強烈な個性の持ち主でした。数学(解析)の先生で、口癖が「余の講義は宇宙一じゃ」。そして講義中のルールは「教科書を見てはいけない」です。ある時、クラスメートの M 君がつい教科書を見てしまった時

「教科書を見るなど言っただろうが！」顔を真っ赤にして起こり、チョークを床に投げつけました。この先生と出会って以来、どんな

変わった先生と会っても驚かなくなりました。



2. 金融緩和はデフレを克服できる？ ROE 重視とデフレの関係

第二次安倍政権誕生後、日銀総裁の黒田氏は 2013 年 4 月にマネタリーベースで年間約 60~70 兆円増加させる大胆な金融緩和を発表(黒田バズーカ)、さらに 2016 年 1 月 29 日にはマイナス金利の導入を発表するなどの金融緩和を実施しました。

しかし、円安で輸出企業の利益が増えても企業は内部

留保を積み上げ、賃上げや設備投資は依然低調です。

この日本のデフレについて、JP モルガン証券の北野一氏は、真の原因は成長余力の乏しい日本企業がその実力以上に利益を出していることにであると断言します。この北野氏の主張するデフレの原因について考えました。

(1) バブル崩壊後、高い ROE が要求された

バブル崩壊以降、株主として存在感を増したのが、銀行や保険会社など、特に海外の機関投資家です。彼らの目的は株価の上昇による売買益であり、そのため企業には成長と高配当を要求します。そこで出てきた指標が ROE (株主資本利益率) で、以下の式で表されます。

$$\text{ROE (株主資本利益率)} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{EPS (一株当たりの利益)}}{\text{BPS (一株当たりの純資産)}}$$

バブルが崩壊後した 1990 年以降、日本企業の ROE は平均 3.1% でした。しかし海外の機関投資家は、日本企業にも海外企業なみの ROE を求めてきます。低成長下の日本で苦しむ日本企業も欧米企業並みの利益を出さざるを得なくなり、そのしわ寄せが賃金や設備投資の抑制の原因となりました。

(2) 利益と費用は同じ

なぜ無理に利益を出そうとすると賃金や設備投資にしわ寄せがいくのでしょうか。それは賃金も利益も同じものだからです。

表 1 の損益計算書では、売上から費用を引いたものが利益となります。しかし次頁の図 1 のようにグラフにすると、利益も人件費や原材料費と同じ費用(コスト)であることが分かります。従って入って来るお金、つまり売上が一定であれば、利益を増やすためには何かの費用を減らさなければなりません。

そこで削減効果の高い費用が労務費、つまり賃金です。また設備投資を減らせば、減価償却費という費用を減らすことができます。

また資金調達面の面から、次頁の図 2 のように利益は 3 つに分けられます。

表 1 損益計算書の例

自×1年4月1日~至×2年3月31日 (単位:百万円)

科目	金額
売上高	10,000
製造原価	8500
売上総利益	1500
販売費及び一般管理費	1000
営業利益	500
営業外費用	50
営業外収益	100
経常利益	450
特別利益	20
特別損失	30
税引前当期純利益	440
法人税等	120
当期純利益	320
配当	50
借入金返済	100
内部留保	170

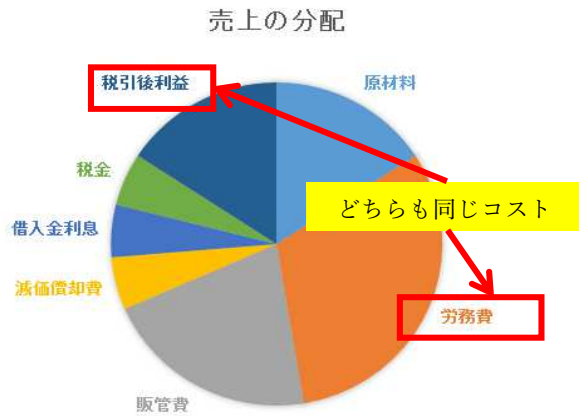


図1 売上の分配

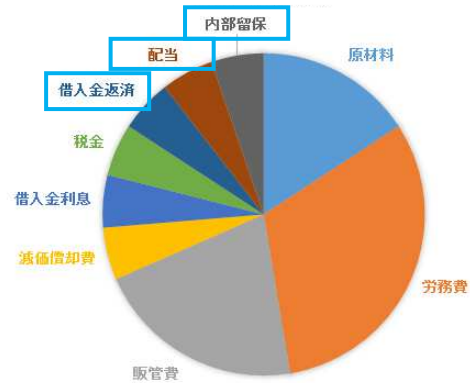


図2 利益分配

上場企業の場合、資金調達には銀行借入れ、株式発行、社債発行の3つです。そして税引後の利益は、銀行や社債など借入金の返済と株主への配当に充てられ、残りが内部留保されます。つまり利益の配分は、企業がどのような形で資本を調達しているかにより決まります。

(3) ROE 向上という金融引き締め

北野氏は、日本がデフレに陥った原因は一方で低金利の資金を供給しながら、他方で株主資本に8%の利回りを要求され、実質的には金融引き締めの状態になっているためと主張します。

そして株主の要求に応えるため、人件費や設備投資

を抑えて実力以上の利益を出しています。しかし利益を増やしても、これ以上の売り上げ増加が望めなければ、新たな設備投資は減価償却費の増加となって利益が減少します。むしろ来年以降も高配当を維持するために利益は内部留保されます。

(4) 円安を読み誤った日本企業

日本は、バブル崩壊以来デフレに陥り物価は下がっています。対してアメリカは経済成長に伴い物価は上がっています。これはドル円の購買力平価で示されます。

図3は、1973年を基準とした購買力平価について、

消費者物価、企業物価、輸出物価を示したものです。

消費者物価でみると、1990年に対し2016年は約40%低下しています。つまり円ドルレートが同じでも40%も円安になっているのです。



図3 ドル円購買力平価と実勢相場

新聞等マスコミの報道は、数値だけを比較して円高、円安を論じています。実際には購買力平価の違いを補正して円高、円安を判断しなければなりません。

そこで日銀は為替レートを貿易額に応じて加重平均し、さらに物価動向に応じて調整した、実質実効為替レート指数を公表しています。

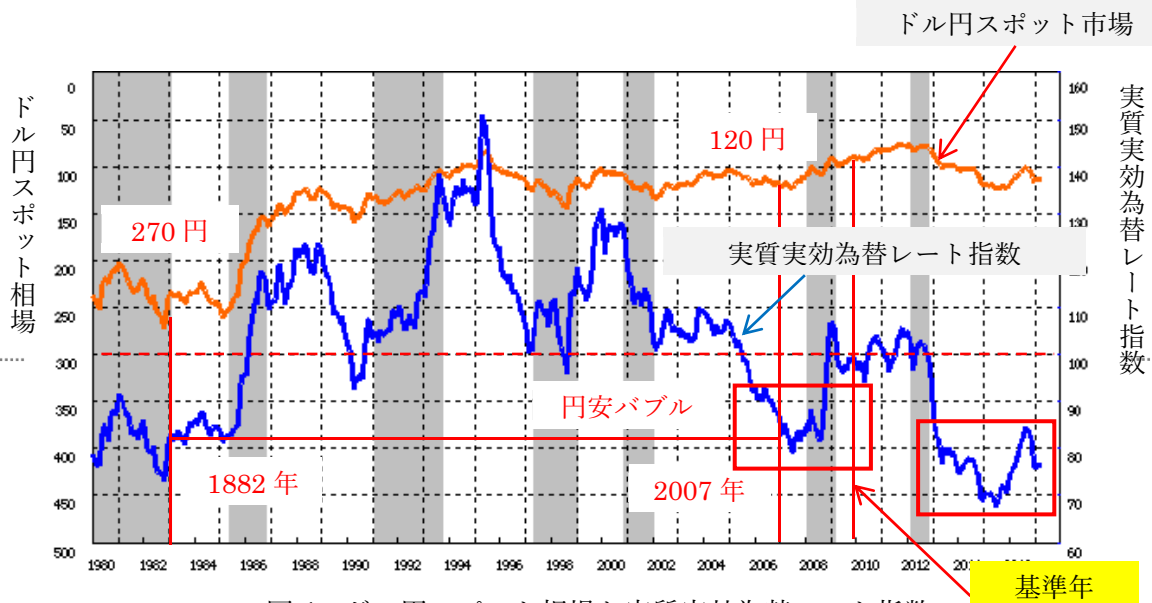


図4 ドル円スポット相場と実質実効為替レート指数

東京市場 ドル円スポット相場 月中平均
 実質実効為替レート指数 2010年を100とした指数

図4で基準年の2010年は、1ドル90円前後まで円高になった年です。リーマンショック前の2007年は、実質実効為替レート指数が80まで下がりました。これと同水準だったのは、1982年で、この時のレートは1ドル270円でした。つまり2007年は購買力平価を考慮すれば異常なほどの円安だったのです。

その原因は、個人投資家「ミセスワタナベ」による円キャリートレードでした。円キャリートレードとは、低金利の日本円で資金を借入れ、それを高金利の通貨に変え、株・為替・商品・債券などで運用して利益を得ることです。当時、低金利の預金に不満のあった主婦や若者が外貨取引FXを始め盛んになりました。

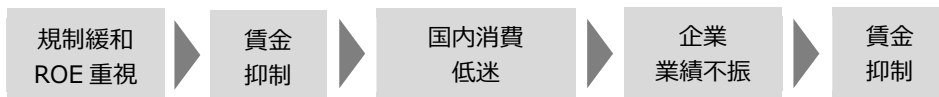
そして円が海外に流出してさらに円安が進むという円安バブルの状態になっていました。

円安バブルを読み切れなかったのがシャープやパナソニックでした。当時、日本メーカーは薄型テレビの市場の覇権をサムソンなどと競っていました。

日本メーカーが国内に大規模な設備投資を行った直後、リーマンショックが襲い、急激に円高になりました。さらに2010年の地デジ切り替えによる特需が終了、市場は急速に縮小しました。これによりシャープ、パナソニック、ソニーは一挙に苦境に陥りました。

(5) 日本企業の課題

もし賃金抑制、投資不振の原因がROE重視という金融締付けならば、金融緩和は強力なブレーキのかかっている車のアクセルを一生懸命踏んでいるようなものです。それでもデフレになっているのであれば、



という負のスパイラルに陥っています。では「どうすれば、このスパイラルから抜け出せるのか」これはとても大きな課題です。

3. 深夜のベンチで生れた考えが世界を照らす

チャールズ・タウンズ氏は大学を卒業後、物理学の博士号を取得し1947年までベル研究所で働きました。1948年コロンビア大学に移り、マイクロ波の研究を

していましたが、トランジスターが実用化する前の時代、真空管ではマイクロ波を発生できませんでした。

寝付けなかったある夜、深夜に公園を散歩しベンチに座って頭を休めようとしたとき「波長の短い電波をつくるためには、原子のような小さなものを使わなければならない」と閃きました。すでに1917年アインシュタインは、マイクロ波のような放射線が原子の集まりを通過すると刺激を受けてエネルギーを放出する誘導放出の理論を打ち立てていました。タウンズにはアインシュタインの理論を実現する方法が浮かびました。アイデアが浮かぶと研究室の仲間と何度も話し合い、エネルギー源にマイクロ波を使用するものをメーザー、光を使用するものをレーザーと名付けました。そして1954年にアンモニアガスを使った装置でメーザーの実現に成功しました。



写真1 チャールズ・タウンズ氏

しかしレーザーの実現には至りませんでした。そこで1958年技術雑誌にレーザーの説明を載せ、製作者を募集しました。そして1960年ヒューズエアクラフト社のセオドア・H・メイマンが最初のルビーレーザーを発表しました。こうして開かれたレーザーの扉は、今日ではCDドライブのピックアップや光通信、レーザー加工や兵器まで様々な分野に使用されています。

このレーザーの発明は、同時期にソ連の科学者G・バソフ博士とA・M・プロコフ博士も行っていました。

ノーベル賞選考委員会は、1964年タウンズ、バソフ、プロコフの三人にノーベル物理学賞を授与しました。



写真2 グリーンビルにあるタウンズ氏の彫像

4. 未来戦略ワークショップ「金融緩和はデフレを克服できる？ROE重視とデフレの関係」

経営環境の変化や経営事例などを学ぶ勉強会「未来戦略ワークショップ」5月は「金融緩和はデフレを克服できる？ROE重視とデフレの関係」今回のテーマをより掘り下げ、資本コストと利益についても考えます。勉強会はどなたでも参加できます。詳細は以下にあります。

<http://ilink-corp.co.jp/1669.html>

日時 5月21日(日) 9:30~12:00

場所 刈谷市総合文化センター アイリス
(中央生涯学習センター) 405 研修室
刈谷駅南口 徒歩3分

参加費 500円

前日までに、FAX、電話(0564-55-5661)

又はメール(terui@ilink-corp.co.jp)でお願いします。

未来戦略ワークショップ参加申し込み FAX 0564-52-5364

会社名

お名前

TEL

FAX

5. 編集後記

普通の枠からはみ出た変人みたいな先生、でも画期的な研究は多様な人から生まれるのではないかと思います。今となっては貴重な出会いだったと思います。まあ学生の時は大変でしたが…。

本ニュースレターが不要な方はお手数ですが下記通信欄に、お名前又は社名と「不要」とご記入の上、FAXして頂くか、メールにて不要とお知らせください。

通信欄

最後まで読んで頂きありがとうございました。

株式会社アイリンク 代表取締役 照井清一

〒444-0202 愛知県岡崎市宮地町馬場 17-1

TEL 0564-55-5661 FAX 0564-52-5364

URL : <http://www.ilink-corp.co.jp>

Email: terui@ilink-corp.co.jp

Facebook : <https://www.facebook.com/se.terui>

メルマガ

<http://ilink-corp.co.jp/malmag.html>

