2026 年 11 月 2 日　全 8 頁

「金利のある世界」での財務レバレッジ再考

日米欧比較から探る日本企業の最適資本構成のあり方

金融調査部　　主任研究員　　森　駿介

[要約]

- 日本企業の ROE が米欧と比べて低い背景として財務レバレッジの低さが指摘されている。実際に、日本企業は D/E レシオがゼロに近い企業が多い特徴がある。これは、財務健全性や将来の調達余力の点では肯定的に評価できる一方、収益力や投資機会に照らして自己資本が過大で、資本効率が低い企業が多いとの評価もできる。

- 最適なレバレッジ水準を検討する上では、負債による節税効果と信用力低下や財務制約に伴うコストのバランスに加え、格付維持や将来の投資機会に対応するための財務柔軟性なども考慮する必要がある。

- 日本企業の金利負担の増加はこれから本格化すると見込まれる。負債調達コストや資本効率への意識が変化する中、企業には自社の事業特性や収益力、財務健全性などを踏まえつつ、最適な資本構成を改めて検討することが求められよう。

１．日本企業は財務レバレッジが過度に低い？

日本企業の ROE は改善傾向にあるものの、依然として米欧企業と比べて低い。例えば、日米欧主要企業[1]の ROE を比較した経済産業省の分析によると、2024 年度の日本企業の ROE は 9.4%であり、米国企業（20.9%）や欧州企業（11.1%）に比べて低い。また、ROE を「売上高純利益率×総資産回転率×財務レバレッジ」に分解（デュポン分析）した場合、特に、売上高純利益率と財務レバレッジにおいて、欧米との水準の差が大きいことが指摘されている[2]。

このうち、レバレッジ水準について、多くの企業が参照している D/E レシオ（有利子負債/自己資本）の分布を見ると、米欧と比べた日本企業の分布は特異だ（図表 1）。米欧企業の場合は、水準の差はあるものの、D/E レシオは緩やかな山状に分布しており、分散している。他方で、日本企業は、D/E レシオが低いだけでなく、ゼロに近い企業が特に多いことが見て取れる。こ

[1] 分析対象の日本企業・米国企業・欧州企業はそれぞれ、TOPIX500・S&P500・BE500 指数の構成銘柄（金融除く）のうち、資産合計・株主資本等合計・売上高合計・当期純利益が全て取得できる企業。
[2] 経済産業省 経済産業政策局「成長投資ガイダンス データ集」（2026 年 7 月）

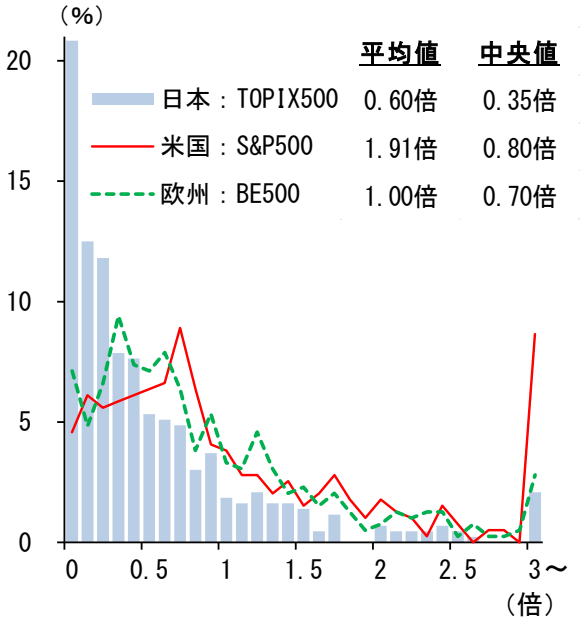
株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

こからは、日本企業の健全性や金利耐性は高く、将来の成長投資に向けた調達余力が大きいと肯定的に評価できるかもしれない。しかし、収益力や投資機会に照らして自己資本が過大であり、資本効率が低い企業が多いとも評価できるのではないだろうか。

実際、日本企業のレバレッジ水準については、機関投資家と企業で評価が分かれている（図表 2)。生命保険協会のアンケート調査によれば、回答企業の約 6 割が自己資本水準について「適正と考えている」一方で、機関投資家の約 7 割が「余裕のある水準と考えている」ことが分かる。日本企業は総じて自社のレバレッジ水準が適正と考えている一方で、機関投資家の多くは財務の健全性への配慮が過剰とみている可能性が示唆される。

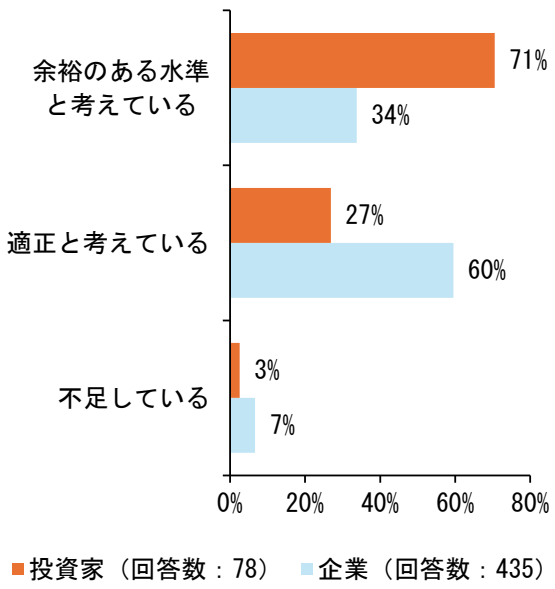
歴史的には、バブル崩壊後の過剰債務を圧縮し、自己資本を強化する過程で、日本企業はデレバレッジを進めてきた。しかし、成長投資の拡大や資本コストを意識した経営が求められる中、資本構成のあり方を改めて検討する必要性は高まっている。資本構成の検討は、2026 年改訂版コーポレートガバナンス・コードが取締役会に求める、成長投資等に向けた経営資源配分の具体的な説明や、その配分が経営戦略・計画に照らして適切かどうかの不断の検証とも密接に関わる。そこで、以下では、最適なレバレッジ水準の考え方を整理する。

図表 1 D/E レシオの日米欧比較



（注１）分析対象は各指数の構成銘柄（金融除く）。2025 年度。
（注２）自己資本がマイナスの値を取る企業は除外。
（出所）Bloomberg より大和総研作成

図表 2 自己資本の水準に対する評価



（注）2025 年度調査。
（出所）生命保険協会より大和総研作成

２．企業にとっての最適なレバレッジ水準とは（最適資本構成の考え方）

「ROE 改善のためのレバレッジ拡大」は常に企業価値を高めるわけではない

開示資料を見ると、以下のような、ROE 改善のためにレバレッジの拡大を目指す方針を示す企業が一部に存在する（実際の開示資料を基としているが、具体的な内容は架空のもの）。

- A 社：企業価値向上を目指す中で、ROE の分子を増加させる手段として、負債の活用によってレバレッジを拡大させます。現在の格付が維持可能な範囲内で負債を拡大しつつ、資本効率向上と財務健全性の両立を図っていきます。
- B 社：資本効率の改善に向けて、本業の収益力強化に加え、負債の活用などを通じて資本構成を見直し、ROE の向上を図っていきます。

ただし、レバレッジ活用による ROE 向上を考える上では、しばしば見落とされがちな論点がある。第一に、「レバレッジ拡大が常に ROE を改善する」わけではないということだ。法人税等を捨象した単純なモデルでは、ROE とレバレッジ（負債/株主資本）には以下の（1）式のような関係があることが知られている。

$$ROE = ROA + \frac{負債}{株主資本} \times （ROA - 借入金利）　・・・(1)$$

上記の式を踏まえると、ROA が借入金利を上回る時のみ、レバレッジ拡大が ROE の向上につながる。一方で、赤字の場合のように、ROA が借入金利を下回る場合、レバレッジを拡大したケースで ROE の低下幅がより大きくなる。すなわち、レバレッジの拡大は常に ROE を改善するわけではなく、ROE の変動を大きくする効果を持つ。

第二に、「レバレッジ上昇による ROE 改善効果は、常に企業価値向上に結び付く」わけではないということである。レバレッジ拡大により、ROE の変動が大きくなるため、株式のリスクも増加する。これにより、株式投資家の要求収益率である株主資本コストが上昇し、相対的に調達コストが低い負債の活用による企業全体の資本コスト（WACC）の低下効果を相殺する。WACC は変化せずに企業が生み出す将来キャッシュフローの現在価値も変化しないならば、（法人税を考慮しなければ）企業価値向上には結びつかない。これは、コーポレートファイナンス理論のモディリアーニ・ミラー理論（MM 理論）として知られている。

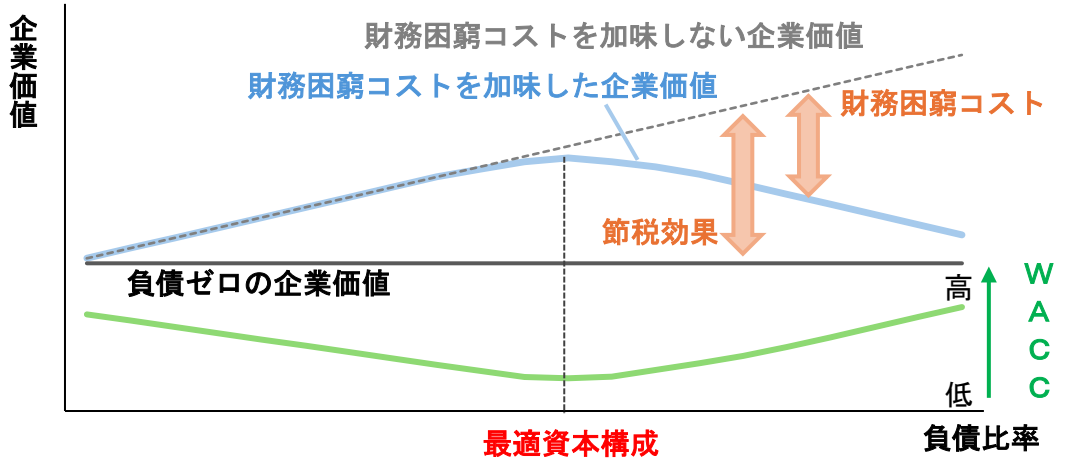
節税効果 vs 財務困窮コスト

ただし、レバレッジ拡大が企業価値を向上させる経路として、負債による節税効果が存在する。節税効果は「支払利息×法人税率」で（簡易的には）計算される。仮に、企業の財務困窮コストを考慮しない場合、負債比率の上昇とともに節税効果分だけ、企業価値を押し上げることとなる（図表 3）。ただし、負債比率が一定水準を超えて高まると、財務困窮コストも意識されるようになり、節税効果を相殺する形で企業価値を押し下げ始める。この節税効果と財務困

窮コストのトレードオフを加味しつつ、最も企業価値を押し上げる負債比率が最適な資本構成ということになる。

ここでいう財務困窮コストには、デフォルト確率上昇による金利上昇、顧客の離反、取引先との関係悪化、従業員の退職など、様々な要素が含まれる。実務上は、一定の信用格付の維持が重要な制約条件となる場合も多いことから、格下げリスクも財務困窮コストに含まれるだろう。さらに、有益な投資機会があったとしても、財務制約によってその機会を失う（財務柔軟性の低下）ことも財務困窮コストに含まれる。財務困窮コストは、企業や業種のキャッシュフロー特性にも影響を受けるほか、担保となる資産の有無などにも影響を受ける。例えば、キャッシュフローが大きい・安定していると財務困窮コストは小さくなる。そのため、最適資本構成は各社で異なる。

図表 3 最適資本構成のイメージ図



（出所）各種資料より大和総研作成

日本企業のレバレッジの低さは何で説明できるか

では、欧米と比べた日本企業のレバレッジの低さはどのように説明できるだろうか。少し古いデータも混在しているものの、日米欧企業の財務担当者に「負債調達の際に重視すること」を尋ねたアンケート調査を踏まえると、以下の 2 点が要因として考えられる（図表 4）[3]。

第一に、負債調達に当たって、日本企業は財務困窮コストをより強く意識していることが考えられる。実際に、日本企業は「利益やキャッシュフローの変動性」や「顧客や取引先が事業継続を危惧しないように負債を抑える」「倒産コストや財務危機コスト」といった、財務困窮コストに関連する項目への回答率が、欧米に比べて高い傾向にある。

第二に、日本は長らく低金利環境が続いたこともあり、支払利息の負担がそれほど重くならず、節税効果を考慮して資本構成を調整する誘因が強くなかった可能性が考えられる。実際、欧米企業においても、金利が高かった 2000 年前後では「負債による節税効果」の回答率が高か

[3] ここで議論した要因のほかに、そもそも日本企業ではこれまで成長投資がそこまで進んでおらず、資金需要が乏しかったことも考えられる。

ったものの、2019～2020 年の低金利局面では回答率が低下している。

図表 4 負債調達の際に重視すること

	日本	米国		欧州	
調査年月（調査票〆切月）	13年9月	99年3月	20年3月	03年1月	19年4月
財務柔軟性の確保	83%	60%	87%	47%	68%
負債調達の取引コスト、手数料	77%	26%	30%	23%	35%
利益やキャッシュフローの変動性	73%	48%	53%	35%	54%
顧客や取引先が事業継続を危惧しないよう負債を抑える	54%	20%	12%	21%	22%
格付け会社の信用格付け	48%	82%	63%	34%	37%
倒産コストや財務危機コスト	45%	16%	21%	19%	28%
負債による節税効果	17%	60%	24%	27%	17%
（参考）法人税率	約38%	約39%	約26%	約36%	約29%
（参考）10年国債利回り	0.7%	5.2%	0.9%	3.1%	0.0%

（注１）調査対象は以下の通り。調査国・地域で企業特性が異なるほか、調査時期が異なるため、幅を持ってみる必要がある。
日本：上場企業の財務・経理、経営企画、IR 担当部門等。
米国：売上高 10 億ドル超の企業の CFO 等（未上場企業含む）。
欧州：上場企業・未上場企業の CFO 等。
（注２）複数回答可。選択肢のうち、いくつかの項目のみを抜粋している。
（注３）欧州の法人税率・10 年国債利回りは、回答者の所在国が判明しているサンプルの国別構成比で加重平均した参考値。
（出所）佐々木ほか(2015)、Brounen et al.(2004)、Duke University (2019)、Graham and Harvey(2001)、Graham(2022)、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

金利上昇が最適なレバレッジ水準に及ぼす影響

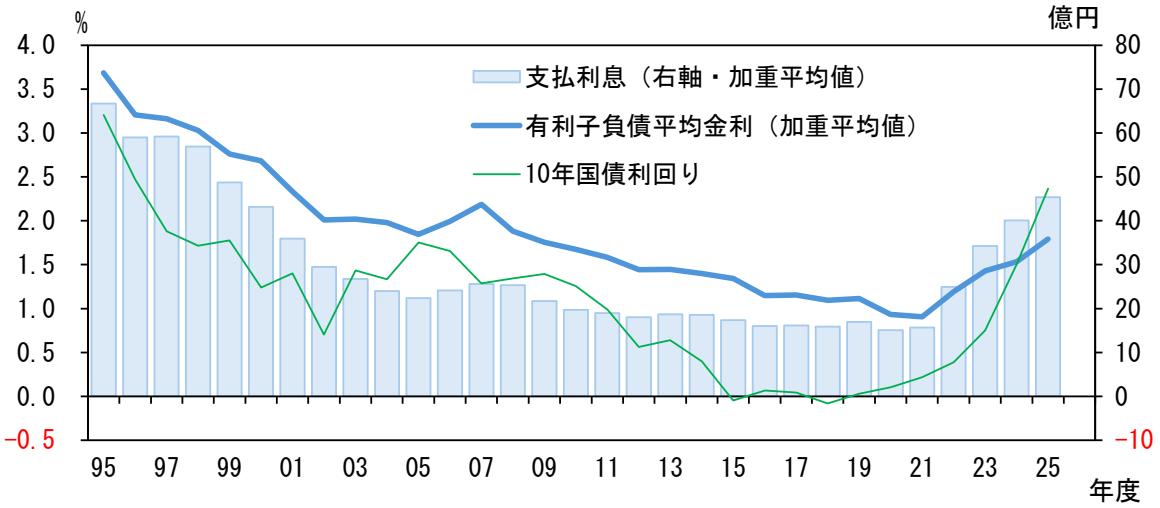
もっとも、国内における資本効率への意識の高まりに加えて、足もとの金利上昇や金利先高観を踏まえると、今後は日本企業においても、節税効果を意識して最適資本構成を探る動きが強まる余地は大きいとみられる。なお、近年の市中金利の上昇ペースに比べて、企業の金利負担（有利子負債平均金利＝支払利息÷有利子負債）の上昇ペースは緩やかである（図表 5）。これは、これまでの低金利環境下で負債調達してきた分の借り換えが徐々に行われることが背景だろう。今後、借り換えや新規の負債調達が進むと、有利子負債平均金利は上昇しやすくなると見られ、支払利息×法人税率で計算される節税効果が企業価値に及ぼす影響も大きくなるとみられる。

他方で、金利が上昇するもとで、負債調達の魅力（最適なレバレッジ水準）は直感的には低下するようにもみえる。しかし、金利上昇は、市場リスクプレミアムが一定の下では、リスクフリーレート上昇を通じて株主資本コストも上昇させる[4]。そのため、負債調達の相対的な魅力もしくは最適なレバレッジ水準は平均するとそれほど低下しないとみられる。さらに、市況の改善（将来キャッシュフローの増加）を伴う場合には、金利上昇による最適なレバレッジ水準の押し下げ効果はさらに抑制されるだろう。もちろん、金利上昇を通じて財務困窮コストが

[4] 金利上昇が株主資本コストに及ぼす影響については、塩村賢史「金利上昇と『資本コストや株価を意識した経営』」大和総研レポート（2026 年 10 月 13 日）を参照されたい。

より意識される場合や、先行きの市況悪化が予想される業種の場合には、金利上昇は最適なレバレッジ水準の低下圧力になるだろう。

図表 5 企業の金利負担の推移



（注１）有利子負債平均金利は、「支払利息÷（期首・期末の有利子負債平均残高）」で計算。有利子負債平均金利と支払利息は有利子負債額で加重平均した値。10 年国債利回りは各年度末の値であり、直近値は 2026 年 3 月末。
（注２）分析対象は、東証１部及び東証プライム市場上場企業（金融除く）。
（出所）Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

３．まとめ

これまでの議論を踏まえた業種別のレバレッジ水準の評価

最後に、2 章での議論も踏まえつつ、業種別のレバレッジ水準をみていく。

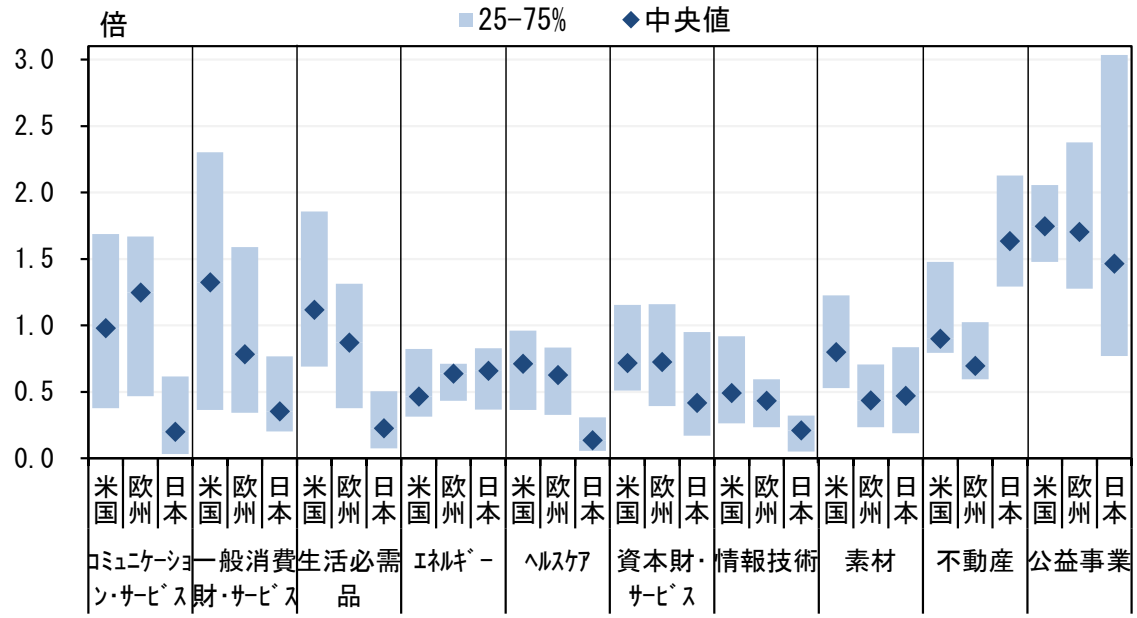
まず、業績（キャッシュフロー）が安定している業種については、節税効果のある負債を増加させやすく、資本コストの低下の恩恵を享受しやすいといえる。実際、日米欧主要企業で D/E レシオを比較した場合、業績が安定している公益事業セクターについては、日米欧ともレバレッジ水準が高い傾向が見て取れる（図表 6）。当然、このようなセクターはインフラ投資が必要であるという側面もあるかもしれないが、2 章の議論と整合的な結果といえるだろう。

他方で、景気や市況の変動の影響を受けやすい業種や新規投資のタイミングが重要な意思決定となる業種では、負債比率を抑えることで、投資を行う財務柔軟性を確保する意義が大きい。よって、最適なレバレッジ水準は低くなりやすいと考えられる。実際、景気や市況の変動の影響を受けやすい業種とみられるエネルギーセクターや資本財・サービス、素材などや、担保となる有形固定資産が少ないとみられる情報技術セクターでは、日米欧ともレバレッジ水準は低いように見える。

なお、日本企業は相対的にレバレッジ水準が低い業種が多い傾向も指摘できる。具体的には、コミュニケーション・サービス、一般消費財・サービス、生活必需品、ヘルスケア、情報

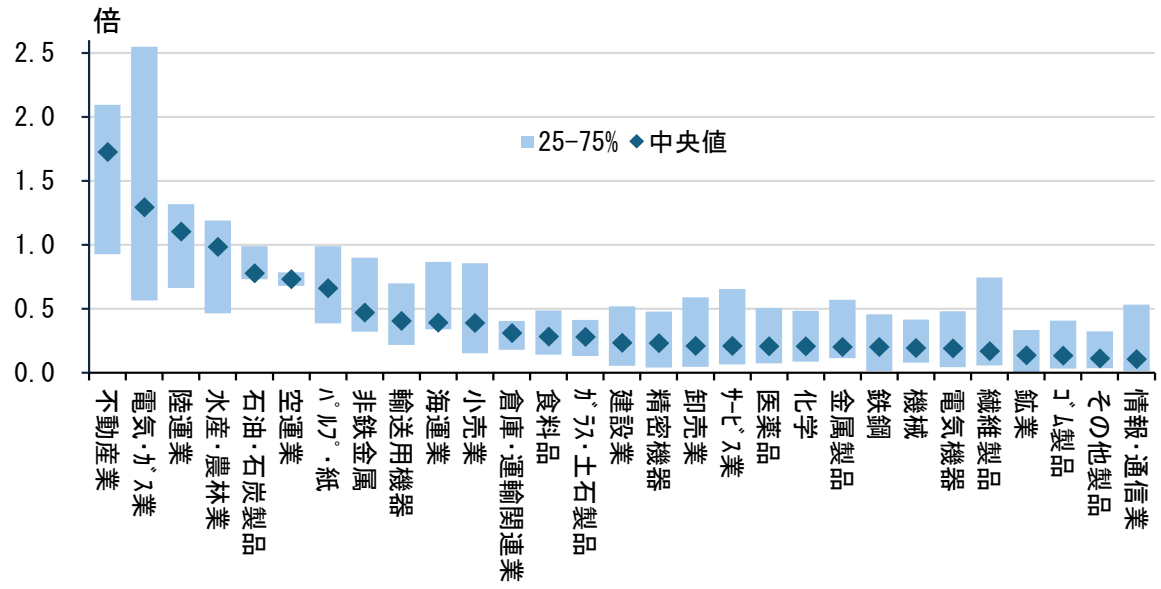
技術などで低い水準となっている。特に、ディフェンシブセクターとみられる生活必需品において、日本企業の D/E レシオが低いのは特筆すべきだろう。もちろん、国・地域によって金利水準や事業環境などは異なるものの、最適なレバレッジ水準を探る上では、国内の同業種のレバレッジ水準（図表 7）だけでなく、主要各国の競合他社のレバレッジ水準を参照するのは一案かもしれない。

図表 6 D/E レシオ（業種別）の日米欧比較



（注１）対象は、S&P500（米国）・BE500（欧州）・TOPIX500（日本）の構成銘柄（金融除く）。2025 年度。
（注２）業種区分は、GICS の 11 セクター（金融除く）。
（出所）Bloomberg より大和総研作成

図表 7 D/E レシオ（業種別・東証プライム市場上場企業）



（注）業種区分は、東証 33 業種（金融 4 業種を除く）。2025 年度。
（出所）Bloomberg より大和総研作成

日本への示唆

以上を踏まえると、国際的に負債比率が相対的に低いことに加え、今後の負債調達コストの増加が本格化する観点からも、日本企業において最適なレバレッジ水準を再検討する余地は大きいように思われる。当然、企業価値向上に当たっては、資本コストを上回る収益率が期待できる成長投資を行い、事業の収益力を高めることが第一だろう。その上で、成長投資に必要な資金をどのような資本構成で調達するかという観点からは、本稿でみたような最適資本構成の議論が有用だと思われる。

【参考文献】

Brounen, D., de Jong, A., and Koedijk, K. C. G. (2004) "Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice," *Financial Management*, 33(4), 71–101.

Duke University (2019) "Duke CFO Corporate Decision-Making – Europe – Survey 1 – First Quarter, 2019"

Graham, J. R., and Harvey, C. R. (2001) "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187–243.

Graham, J. R. (2022) "Presidential Address: Corporate Finance and Reality," *The Journal of Finance*, 77(4), 1975–2049.

佐々木寿記・鈴木健嗣・花枝英樹 (2015)「企業の資本構成と資金調達―日本企業へのサーベイ調査による分析―」『経営財務研究』(日本経営財務研究学会) 第 35 巻第 1・2 合併号、2–28 頁