

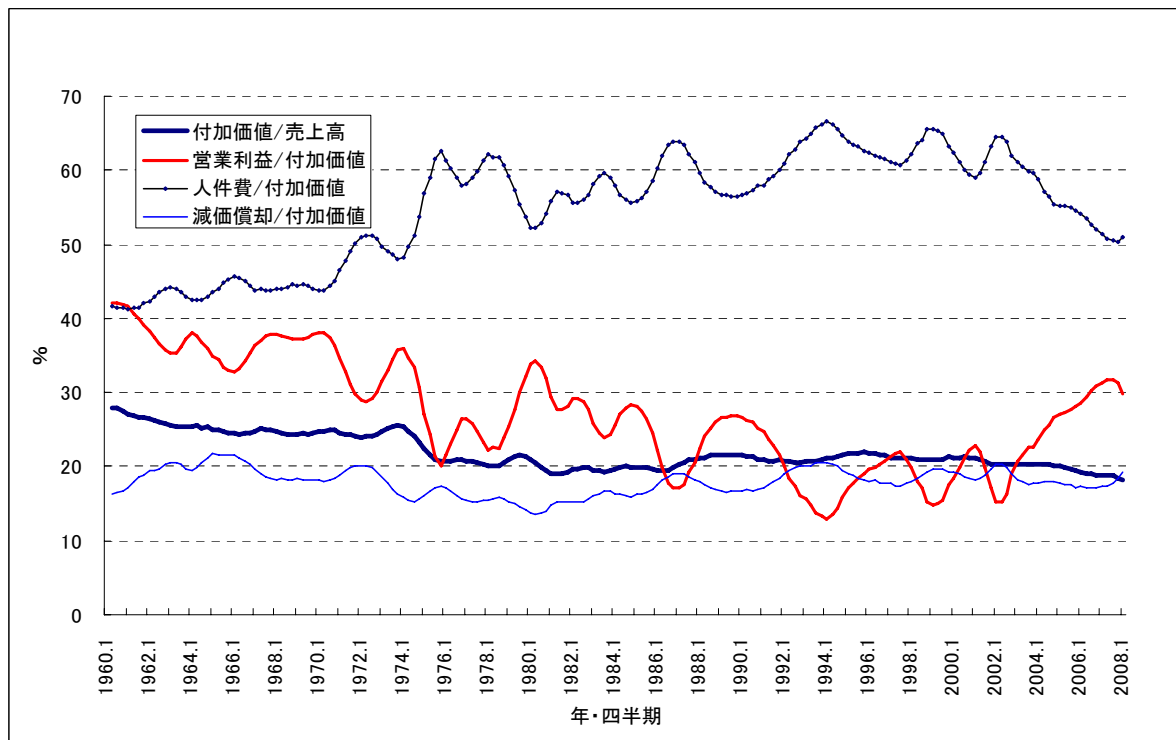
(年金展望台)：企業の付加価値生産性が傾向的に低下

企業業績が昨年夏頃にピークアウトした。その要因が主にサブプライムローン問題だとすれば、驚くに値しない。しかし、実のところ、より大きな問題は、企業の付加価値生産性の低下トレンドにある。2002年以降の企業業績の回復と拡大は、人件費の削減によってもたらされたものだが、もはや限界に直面している。今後の株価上昇には、この壁の突破が求められる。

財務省・法人企業統計によって企業業績の推移を見てみよう。以下は製造業の業績推移である。非製造業には言及しないが、傾向は製造業と大差ない。現在、判明している2008年1-3月までのデータを用いて、大企業（資本金10億円以上）の利益率の推移を示したのが下の図表1である。

図表1には利益額の推移が示されていないので、最初に簡単にまとめておく。大企業の営業利益額（当該期を含む4四半期の合計値）は2002年4-6月期をボトムに急速に回復し、07年7-9月期にはボトム比2.5倍の水準に達した。バブル期の最高利益額と比べても約1.5倍の高水準である。しかし、2007年7-9月期以降は営業利益額が減少に転じ、08年1-3月期はピークから、6.3%低い水準にある。

図表1： 企業業績・付加価値の推移(製造業)



(注) 付加価値は営業利益、人件費、減価償却費の合計。数値は当該期を含む4四半期の合計値から算出。資料：財務省・法人企業統計に基づいて作成。なお、法人企業統計は単独決算ベースである。

では、2002年4-6月以降の企業業績の回復と拡大の背景は何だったのか。

1つは売上高の増大である。2002年のボトムと07年のピークとを比べると、売上高は約30%も増えている。しかし、その間、総資産も増えている。そこで総資産回転率を計算すると、85.1%から97.6%へ上昇したにすぎないことが判明する。この回転率の水準は1980年代を下回っている。資産の効率性からすると、決して高い評価を与えられない。

それなら、売上高1単位当たりの利益率が高まったのだろうか。図表1を見ていただくと判明するように、売上高に対する付加価値（営業利益、人件費、減価償却費の合計）の割合が低下している。それも、この10年間、傾向的に低下を続けている。企業は営業活動によって付加価値を生み出し、それを従業員と資本提供者、そして税として政府に分配している。この分配の原資となる付加価値1単位を稼ぐために、より多くの売上高を必要とするようになってきているわけだ。由々しき問題である。

結局のところ、2002年以降の企業業績を支えたのは、付加価値に占める人件費の割合が急速に低下したことである。減価償却費の割合も多少低下しているが、あまり大きな変化ではない。もっぱら、従業員に対する分配割合（すなわち労働分配率）を低下させることで、営業利益として確保できる金額を増大させたことになる。

2007年7-9月期以降、営業利益ベースでの増益パターンが逆回転を始めたようである。依然として売上高に対する付加価値の割合が低下を続けるなか、人件費の割合が上昇に転じた。また、企業が増益を背景に積極的に設備投資を行ってきたため、減価償却費の割合が急速に上昇している。一方で売上高は増えているのだが、それだけでは増益を維持できず、企業業績がピークアウトしたのである。一次産品価格の高騰だけが減益の要因ではないわけだ。

以上の状況はROA（営業利益/総資産）の推移にも端的に表れている。2002年4-6月期のROAは2.6%（年率ベース）だった。それが、2007年7-9には5.8%に上昇している。この水準はバブル期のピーク水準にほぼ匹敵する。しかし、バブルの頃は資産が無駄遣いされていたわけだから、それとほぼ同等の水準にあるからといって、高い水準だとはいえない。そこで、1980年代の前半を参考にすると、当時のピーク水準は8%台に達していたことが判明する。つまり、その水準を目標として、ROAを一層高める努力が企業に求められるわけだ。

ROAを高めれば、ROEも高まり、株価の上昇をもたらす。企業業績が拡大基調にあったのにもかかわらず、2006年年初以降、株価の上昇スピードが低下した要因を、ROAの回復がはかばかしくなかったことに求めることも可能だろう。

今後、ROAを高めるためには、資産効率の向上を図って総資産回転率を高めること、製品（非製造業の場合はサービス）に創意工夫をこらして付加価値率を上げることが必要である。人件費率を低下させることでROAを高める方法は、ほぼ限界に達している。また、国内での営業活動においてROAを高めることに限界があると感じるのなら、海外での営業活動をより積極化させ、その利益を国内に還流することが求められる。

（京都大学大学院経営管理研究部 川北 英隆）