

日本企業の収益構造調整

— 現状と展望 —

産業調査部 副主任研究員 小野 正人

〈要 旨〉

1. リストラクチャリングに代表される企業における収益改善行動の成否とスピードは、今後の日本経済を占ううえで重要なポイントである。本稿では、現在の低収益性に代表される企業問題について収益・財務構造の観点から考察している。
2. 長期的な視点からみれば、オイルショック以降に企業の財務体質は強化されている。借入金依存度や手元流動性に代表されるように財務の安定性は格段に向上しており、また含み資産のようなバランスシートに現れない財務体力も増大している。しかし一方で、総資本回転率、株主資本利益率、固定費比率が傾向的に悪化しているように、企業収益構造は収益性、効率性からみると長期低落傾向にある。
3. 戦後の日本経済においては、高度成長下のストック調整（昭和40年前後）、石油ショック後の長期不況（昭和49年以降）、プラザ合意後の円高不況（昭和60年以降）、および今回の平成不況と4度の企業の調整局面が生じたが、前者2回は輸出中心の売上拡大で、プラザ合意後の円高不況は内需急伸による売上拡大によってコスト問題が解消していった。
4. 今回の企業収益問題は、①利益水準の低下、②ROE（株主資本利益率）の低下に代表されるが、これは、国内向け売上の数量・単価双方が低下するというデフレ現象に「その他固定費」を中心とした間接コストの増大が重なったものである。その上、1980年代後半の多角化・海外投資ブームにより増大した投融資資産の収益性低下が資産効率をさらに悪化させている。個別企業を見ても、不況期に拡大する傾向のある収益の跛行性が今回は現れず、むしろ高収益企業の利益率低下が顕著である。
5. 足元ではようやく収益改善行動が決算に現れてきた。上場企業の93年度決算からみると、全産業ベースで総資産が前年度比1.4%の減少となり、固定費も同2.4%減となるなど、リストラは徐々に進んでいる。しかし、人件費の削減は未だ効果が現われていない。企業の人件費の半分を占める中高年層の雇用調整コストが高いだけに、企業は他の収益改善手段を選択しているものと思われる。
6. 現在、企業が求められる利益水準と現実の間には大きなギャップがあり、しかも今後中期的に成長経済が期待できない以上、収益改善にはかつてなく長い期間を要する可能性が高い。企業には、①軽視されがちな利潤追求という経営の根幹を真正面に見据え、②外部の経営関与者の重視する企業評価尺度を尊重し（市場の重視）、③望ましい収益率の得られない事業から成長性の高い分野に迅速にシフトできる（本来のリストラを進められる）調整力、が求められている。

<目次>

1. はじめに
2. 長期的な企業収益構造
3. 過去における企業収益問題
4. 収益構造問題の現状
5. 現在までの企業行動
6. 今後の展望

1. はじめに

平成不況は企業不況とまで称されるように、現在における日本経済の停滞は企業部門の不振が大きく足を引っ張っている。バブル崩壊に始まりマクロ景気の停滞長期化で本格化した企業収益の不振は、上場企業全体の経常利益が90年度から93年度まで4年連続の減益となるなど長期化しており、国際競争力、空洞化、企業内雇用問題といったフレーズに代表されるような新しい産業構造問題を惹起させている。

現在までの企業部門の不振は、次の三点に要約されよう(図-1)。

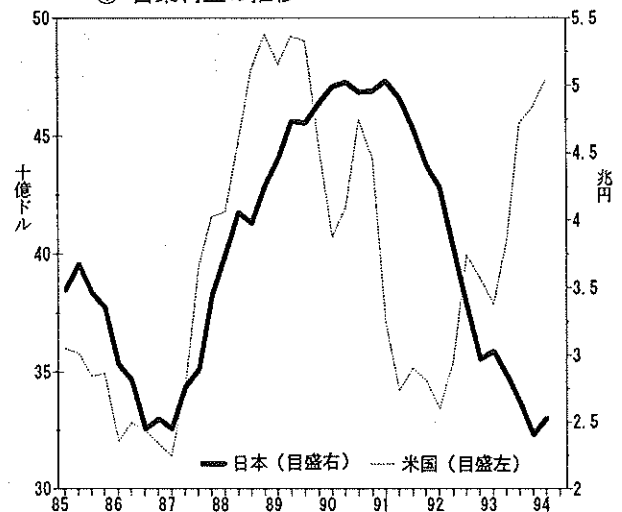
第一には低収益性である。企業全体の自己資本利益率は戦後最低水準にまで落ち込み、総資本回転率(=売上高/総資本)も同様の状況である。言い換えれば、使用する資本の効率が悪いために収益率が低い状況にある。

第二に投資の低迷である。バブル崩壊以降の設備投資低迷は周知の事実であるが、現在は設備のみならず在庫・投融資・金融資産を含めた総投資が縮小し、製造業大企業ではむしろ総資産が減少するという縮小再生産的な現象がみられる。

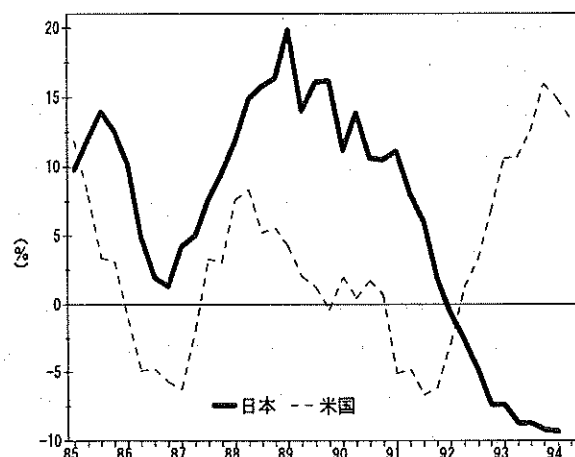
三番目にはリーディング産業の不在があげられる。経済成長を牽引すると目されてきたエレクトロニクス・サービスといった産業すら収益・投資面の成長力が停滞している。

図-1 企業問題を現す代表的な指標

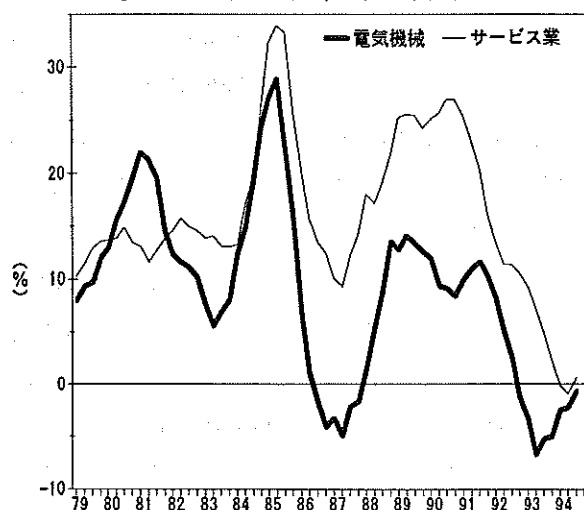
① 営業利益の推移



② 民間設備投資の推移(実質、前年比)



③ リーディング産業の売上高(前年比)



(注) ①: 日本は大蔵省「法人企業統計季報」、米国は商務省「Quarterly Financial Report」いずれも製造業。②: 両国のGNP統計による。いずれも原数値。③: 大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金10億円以上。数値は3期移動平均値。

この三点の中でも、低収益性に代表される企業収益構造が企業行動の消極化や勤労者所得の停滞、ひいては景況感全体を停滞させる要因となっていることは衆目の一致するところである。利潤増大が大多数の企業における経営目標である限り、現在の低収益経営にとって是正しなければならない大きな課題であり、そのための企業行動は今後の経済社会に相当なインパクトをもたらす。従って、企業におけるコスト削減や生産体制の見直し・資産圧縮など、いわゆるリストラクチャリングに代表されるような企業における収益改善行動の成否とそのスピードは、今後の日本経済あるいは産業構造の方向を展望するうえで重要なポイントとなると考えられる。

本稿では、このような問題意識から企業問題について次のように収益構造および財務構造の観点から考察したものである。

- ①過去の調整局面と現在の対比
- ②現在における低収益問題の要因
- ③収益問題が惹起している諸現象
- ④収益構造の視点からみた現在の企業経営の問題点と方向性

2. 長期的な企業収益構造

(1)長期トレンドからみた日本企業の収益構造

まずはじめに、長期的な視点から現在の企業収益問題を捉えてみよう。企業構造を長いタイムスパンで見れば、これまで以下のような変化が生じてきた。

第一に、オイルショック以降十数年間で企業体質が強化されている。借入金依存度や手元流動性に代表されるように財務の安定性は格段に向上しており、また含み資産のようなバランスシートに現れない内部留保も増大している。

一方で、収益性あるいは効率性は長期低落傾向にある。すなわち、1980年代初頭以降より次のような構造問題が現れている（図-2）。

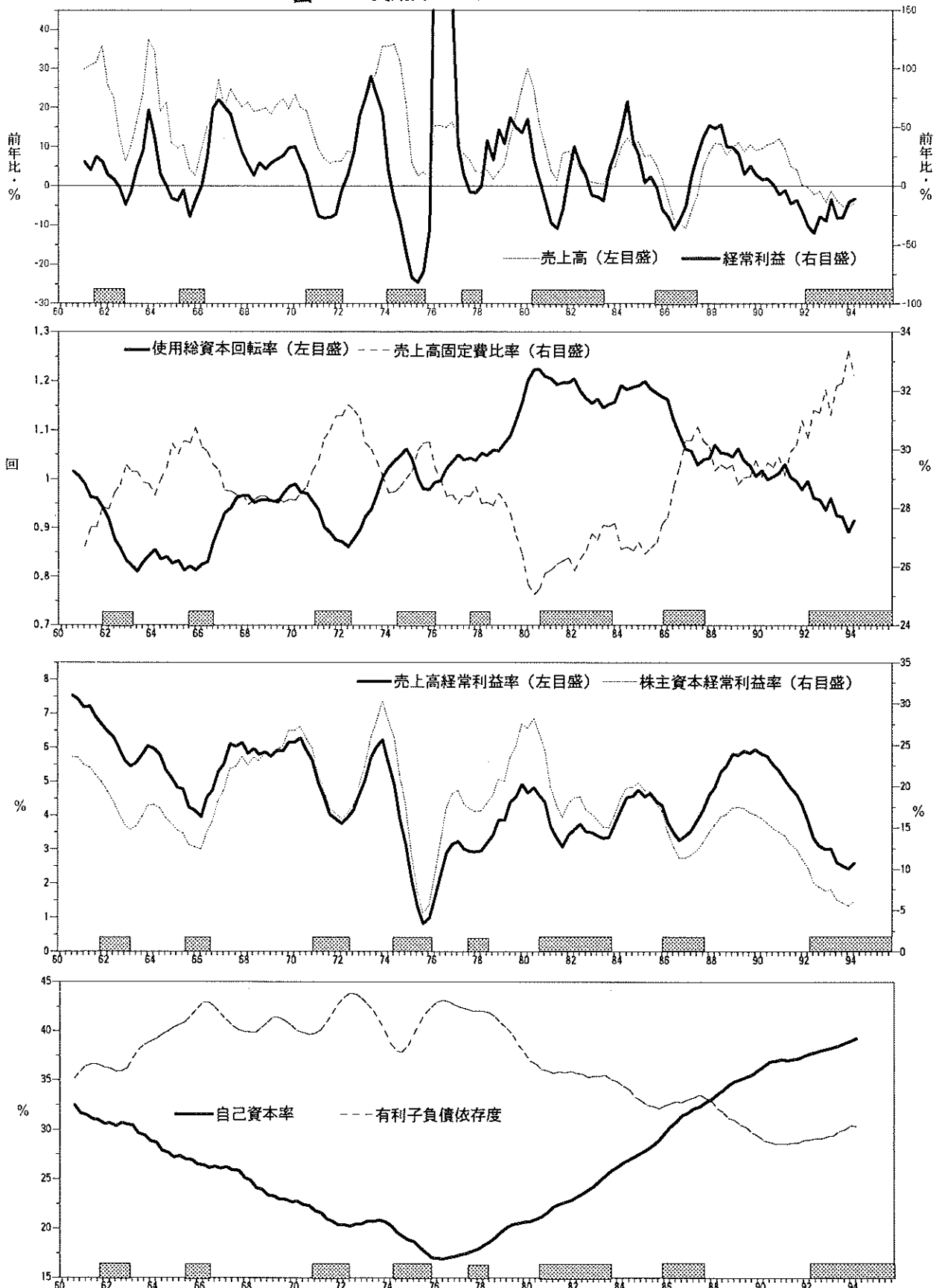
総資本回転率の低下：総資本当たりの売上高を現す総資本回転率は短期的な景気動向に従って変動するが、これを長期的にみれば80年代初頭をピークにして低下傾向にある。これは、70年代が原油価格高騰等によりインフレ局面であったのに対し、80年代は物価の鎮静化と円高による物価下落が持続したために名目売上高がインフレ局面程伸びなかった現象と、第4節で後述するように売上増に結びつかない資産が増加したという2つの要因があげられる。

固定費比率の上昇：また、製造業の売上高固定費比率を長期的にみると、80年代以降は趨勢的に上昇傾向にある固定費比率が戦後最高水準にまで達している。これは中期的な円高傾向や一次産品の価格低迷により原材料価格が安定している反面、企業は高付加価値商品や研究開発等の開発費用・管理費のかさむ製品が増えていることや、多角化等により間接部門の組織人員のウェイトが高まっていることが背景にある。**株主資本利益率（ROE）の低下：**こうした売上効率の低下や固定費比率の上昇によって企業の利益率も長期的に低下傾向にあるが、中でも80年代後半以降の活発なエクイティ・ファイナンスによる株主資本の増大から、株主資本利益率の低下が一層顕著に現れている。

負債比率の低下：利益性が悪化傾向にある一方、ここ十数年のストック面の企業体質は総じて改善傾向にある。財務体質に関する代表的な指標である借入金依存度や負債比率はオイルショック後の1970年代初頭を境に改善傾向に転じ、その後もトレンドは変わっていない。

(注) ①本稿で使用している企業収益・財務データでは、特に注釈がない限り金融・保険業を除いている。
②レポート内の図表は、特に注釈がない限り時期・期間を西暦ベースで記載している。

図-2 長期的な企業収益構造の変化



(注)大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金10億円以上の製造業。数値は四半期ベース。売上高・経常利益の前年比以外は3期移動平均値。網かけの期間は景気後退局面を示す。売上高固定費比率は当研究所の推計値。

(2) 産業構造変化と収益構造

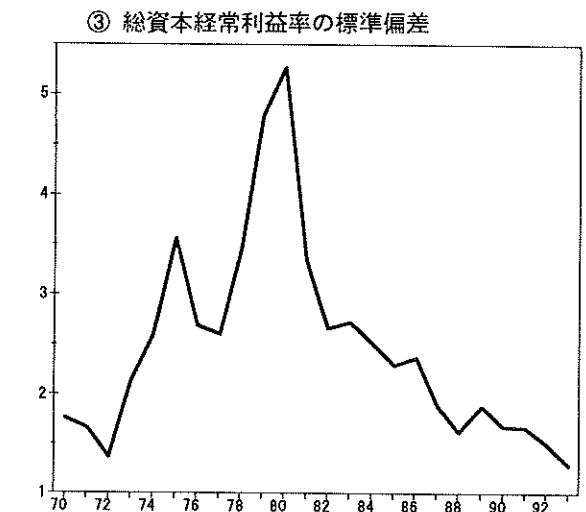
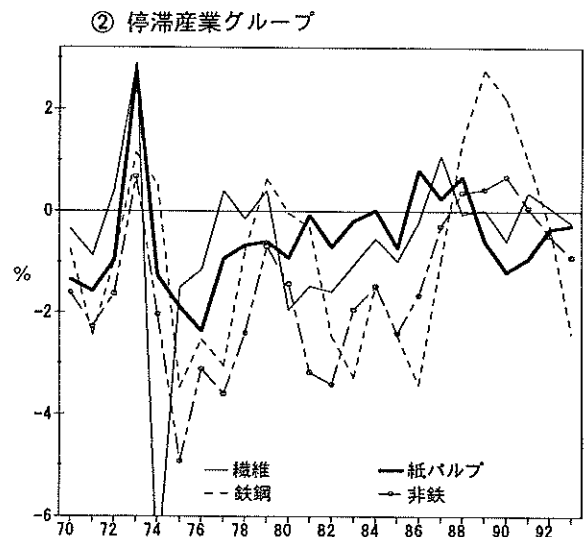
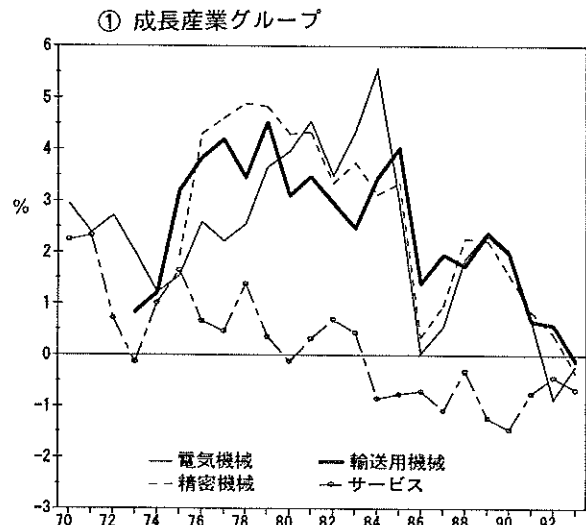
次に、産業の観点から収益構造を長期的に俯瞰してみよう。周知のように、日本産業は10年から20年単位で成長産業が入れ代わる雁行的な発展形態をとってきた。戦前戦後の繊維・石炭産業にはじまり、次いで昭和30年代の鉄鋼・化学産業の発展、オイルショック後の自動車等の機械産業、そして80年代初頭から現在に至るエレクトロニクス産業の急成長とサービス産業の勃興である。

企業収益の側面においても、これまでの長期的な推移を追ってみれば、一時代における成長産業では産業規模を現す売上高・経常利益や総資産の成長度が他産業に比較して相当高く、産業構造の移り変わりを確認できる。また利益率の面でも成長産業の利益率も相対的に高く、成長力が低下するとともに利益率の優位性も落ちていく流れがこれまでの日本経済からは確認できる。

しかし、今回の平成不況では成長産業の利益率がうちそろって低下しており、過去の長期的な傾向とは動きを異にしている。図-3は各産業における使用総資本利益率と企業全体との乖離状況をみたものであるが、成長産業であるエレクトロニクス、サービス産業、あるいは基幹産業の筆頭たる輸送機械産業においては、ここ数年全産業の平均利益率より格段高い利益率をあげていない。むしろ、オイルショック以降構造不況業種とされたような素材業種の低収益率が改善傾向にある。結果として産業間の利益率のばらつきは少なくなり、使用総資本経常利益率の標準偏差は過去26年間で最も低くなっている(図-3-③)。過去の景気後退期においては、オイルショックや円高不況のように原油依存度や輸出比率といった産業構造の違いを反映するかたちで利益率の業種間格差が拡がり、業種間の跛行性について多方面から指摘された。今回はそのような傾向よりも全業種的な収益力の不振という状態であり、中でも成長産業の収益力低下が際立っている。

図-3 産業別の収益力格差

〈総資本経常利益率の全産業平均との乖離幅〉



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金1千万円以上の法人企業。数値は年度ベース。標準偏差は各年度における全産業27業種の利益率を対象に算出。

3. 過去における企業収益問題

(1) 企業収益問題の系譜

以上のような財務指標という一断面だけをみても、企業部門の構造問題を認識できるが、過去の調整局面における収益問題と企業の対応を前もってみたくて、企業収益の現状を検討したい。

総じていえば、企業部門の発展が（長期トレンドからみて、あるいはマクロ経済に比べて）停滞していた時期を企業の構造調整期と位置付けることができよう。戦後の日本経済においては、表-1のように今回を含めて4度の調整期があったと位置付けられる。

- ①高度成長下のストック調整（昭和40年前後）
- ②第一次石油ショック後の長期不況（昭和49年以降）
- ③プラザ合意後の円高不況（昭和60年以降）

④平成不況（今回）

これら4回の調整期は、調整が生じた背景、構造問題の所在、あるいは企業の対応など、各側面で個別の特徴がみられるが、以下でそれぞれの時期の状況と特徴を簡単に整理してみよう。

(2) 高度成長期の減益問題

昭和30年代の日本産業は、戦後最も輝かしい飛躍の時代であった。製造業出荷額に占める重化学工業の割合^(註)が昭和30年の43%から40年には53%まで10%ポイントも上昇したように、他の先進国で半世紀近く要した重化学工業化を日本は10年で達成している。

昭和30年代は「投資が投資を呼ぶ（昭和36年度経済白書）」驚異的な企業投資ブームではあったが、昭和40年前後の不況期にこの投資の急増が収益を悪化させている。すなわち、昭和30年

表-1 企業収益問題の系譜

西暦	元号	売上高 前年比	経常利益 前年比	生産 指数 前年比	設備 投資 前年比	経済の動き	代表的な産業・企業事件
1955	S30	15.8	1.4	7.3	—		・石炭鉱業合理化臨時措置法公布
56	31	28.3	23.2	22.2	39.1	・国連加盟	
57	32	13.7	-5.4	13.0	21.5	・「なべ底不況」	
58	33	-3.3	-15.8	0.0	-0.4		・大工場建設ブーム（トヨタ町、八幡製鉄戸畑、神戸製鋼神戸など）
59	34	25.5	26.5	25.3	32.6	・岩戸景気	・石川島播磨重工業の発足（合併）
60	35	26.8	11.0	22.0	39.6	・所得倍増計画開始、高度成長の始まり	・コンビナート建設ブーム（出光徳山、三菱化成水島など）
61	36	22.6	-8.9	18.8	23.5		
62	37	7.9	-12.9	4.4	3.5		
63	38	19.5	7.3	16.4	12.4		
64	39	22.6	-8.7	12.5	14.4	・OECDに正式加盟、IMF 8条国へ移行	・日本特殊鋼、会社更正法適用を申請
65	40	6.8	-14.3	3.2	-8.4	①40年不況	・証券不況、山陽特殊鋼倒産、山一証券の経営破綻
66	41	15.2	18.7	17.0	24.7		・合併相次ぐ（三井東圧化学、住友重機械、日商岩井など）
67	42	20.3	8.8	18.4	27.3		
68	43	17.1	-3.6	14.9	21.0		
69	44	25.2	4.6	16.9	30.0		
70	45	18.1	5.8	10.6	11.7		・新日本製鉄の発足（合併）
71	46	7.6	-19.3	2.0	-4.2	・ニクソンショック、円変動相場制へ	・第一勧業銀行の発足（合併）
72	47	13.7	25.9	10.3	5.7	・列島改造計画、土地ブーム	
73	48	34.8	45.9	12.6	13.6	・石油ショック、狂乱物価の始まり	
74	49	26.2	-24.9	-9.8	-8.5	②第一次オイルショック後の長期不況	・公取委のヤミカルテル立ち入り検査
75	50	1.2	-49.0	-4.4	-3.9	・大量の赤字国債発行	・興人、会社更正法を申請
76	51	11.3	121.0	10.8	0.6		・伊藤忠、安宅産業を吸収合併
77	52	1.8	8.0	3.2	-0.7	・第二次オイルショック	・不況カルテル（合線・アルミ等）、永大産業が更正法を申請
78	53	1.3	14.7	7.0	8.5		
79	54	22.7	21.8	8.0	10.8		
80	55	17.1	39.2	2.0	7.6		
81	56	7.8	-16.3	2.1	2.7		・トヨタ自動車工業、とトヨタ自動車販売が合併
82	57	2.4	-0.8	-0.6	0.7		・産債法の施行
83	58	2.4	10.0	5.7	4.4		・リッカー、和議申請
84	59	8.1	23.0	8.3	11.6		・三光汽船、会社更正法を申請、NTT民営化
85	60	3.4	-0.7	2.6	12.2	③プラザ合意後の円高不況	
86	61	-10.1	-11.4	-0.2	3.0	・前川レポート、内需主導型経済の提言	
87	62	5.6	16.7	6.1	8.6	・「フラクメンター」（NY株暴落）、国鉄民営化	・米国、パソコンなど3品目に不正貿易報復関税を実施
88	63	8.6	27.3	8.7	16.8	・地価高騰の本格化	
89	H1	16.0	8.9	4.3	14.3		
90	2	5.0	0.7	5.0	11.4	・不動産融資規制を強化	
91	3	-0.1	-14.8	-0.7	3.5	④今回の平成不況	・証券不祥事
92	4	-3.6	-25.6	-6.3	-5.7		
93	5	-5.2	-18.9	-4.0	-9.0		

(注) 売上高・経常利益は日本銀行「主要企業経営分析」による、対象は全産業。生産は通産省「鉱工業生産指数」による、対象は鉱工業平均。設備投資は国民経済計算年報による民間固定資本形成（企業設備、前年度比、実質）。数値はすべて年度ベース。網かけの時期は企業の減益局面を示す。

代前半には年率 30% を超える伸びであった設備投資が 30 年代後半に 4~5% へと高成長が鈍化しはじめた。1964 年度（昭和 39 年度）には、実質 GNP が前年比 9.9% と大幅に増加したにもかかわらず企業の経常利益は減益となり、「マクロ好況、ミクロ不況」の状態が生じてきた。さらに、東京オリンピック景気の反動不況によって企業収益は一段と悪化し、1964, 65 年度の企業倒産件数^(注2)は前年度に比べそれぞれ 133% 増、23% 増と急増、山陽特殊製鋼の倒産（1965 年 3 月）、山一證券の経営破綻（同年 5 月）のような大企業の経営問題も各界に大きな衝撃を与えた。

①利益率低下の原因

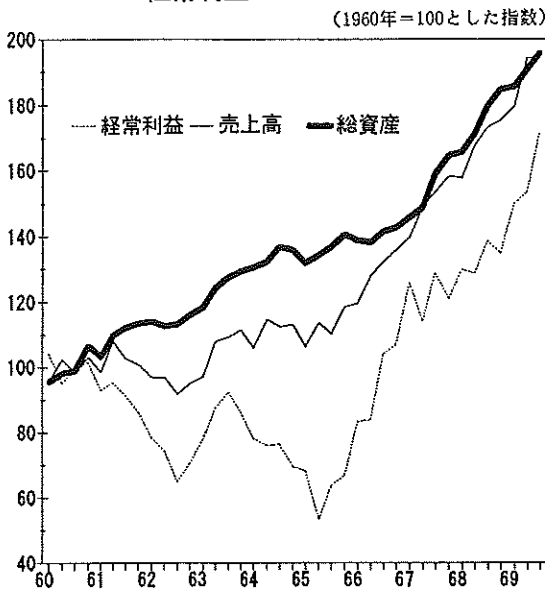
この時期における企業収益の特徴をみてみよう。図-4 のように、昭和 30 年代半ば以降企業の総資産利益率が趨勢的に低下傾向にあるが、これは総資本回転率（=投下資本の効率性）と売上高利益率（=単位当たりの収益性）双方の低下のためであることがわかる。

当時の利益率低下は、景気後退という循環的要因に構造問題が加わったためである。東京オリンピックによる投資ブームの反動不況の中で企業の

売上高が停滞したが、当時は販売数量停滞に加え製品価格が低下するというデフレギャップが生じた。構造問題の中心は、収益構造の観点からいえば資本費用の増大にあった。昭和 30 年代における日本産業の飛躍的發展は前述のような設備投資ブームによる企業の資本蓄積を急速に押し進めた。昭和 30 年代前半における企業の設備投資額は実質ベースで年率 25% もの高水準であったが、反面では償却負担が結果的に増大し売上が停滞すると大きな減益要因となる。大蔵省「法人企業統計季報」によって当時における総資本経常利益率の変動要因をみると（表-2）、変動費比率は利益率を悪化させていない。一方、減価償却費と支払金利という固定費が大きな減益要因となっているとともに、回転率（=売上高/総資産）の悪化も利益率を引き下げている。

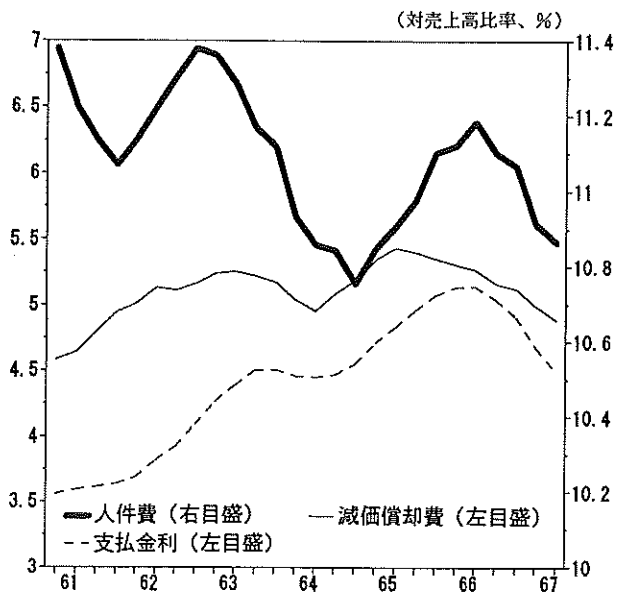
このように、急速な資本蓄積の進行が企業に固定費の増大、損益分岐点の上昇というコスト問題を生じさせ、その直後に生じた売上停滞が、企業の収益性、効率性をさらに悪化させたとみることができる。一言でいえば、設備投資の中期循環がもたらした調整のもとで企業収益問題が発生したわけである。

図-4 40年不況時における売上、資産、経常利益



(注)大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金10億円以上の製造業。数値は季節調整値。

図-5 固定費比率の推移



(注)出所・対象とも図-4に同じ。数値は四半期ベース、3期移動平均値。

②輸出が収益回復を牽引

40年不況は企業収益の悪化だけでなく証券不況・企業破綻という事態も引き起こしたために、高度成長時代の終焉というような悲観論も現れたが、設備投資の調整が終わると企業収益・設備投資ともに回復し不況を脱出した。戦後最悪といわれた40年不況は、1965年10月を底としてその後1970年7月まで57ヶ月にわたる長期の「いざなぎ景気」が続いた。

企業収益も1965年度後半以降急速に回復し、その後も売上高、経常利益ともに5年にわたる高度成長が続いた。成長の機動力となった要因は輸出であった(図-6)。大企業製造業の輸出売上高の増加率は1965~71年度の7年間で年平均19.7%(内需売上高は同10.8%)と極めて高い伸びを示している^(注3)。こうした輸出主導の売上高の伸びにより固定費比率は漸次低下し、1968年頃には60年代初頭のレベルにまで戻った。大企業製造業の損益分岐点对売上高比率^(注4)も1966年度の85.8%から1969年度には84.0%まで低下し収益体質は規模拡大の中で改善していった。

表-2 40年不況における収益率悪化要因
(総資産経常利益率低下の要因分析)

	製造業 全体	製造業 大企業
①総資産経常利益率：60年1-3月期	6.85	6.95
②総資産経常利益率：66年1-3月期	3.81	3.48
差：②-①	-3.05	-3.48
総資産回転率の要因	-0.69	-0.72
売上高経常利益率の要因	-2.34	-2.66
変動費比率の要因	0.96	-0.53
人件費比率の要因	-1.41	-0.51
減価償却費比率の要因	-0.70	-0.33
金融費用比率の要因	-1.20	-1.29

(注)出所は図-4に同じ。製造業全体は資本金1千万円以上、大企業は10億円以上。変動要因分析の算出方法はレポート末尾の注記を参照。各要因の合計は交絡項があるため一致しない。

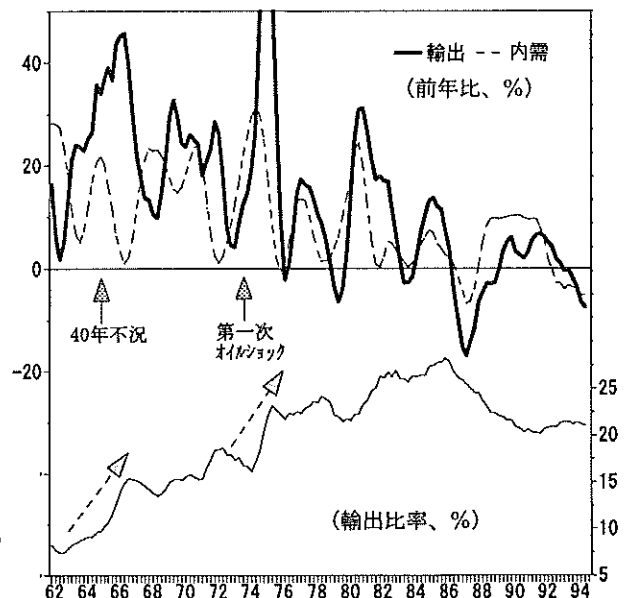
(3)オイルショックへの適応

①原材料コストの急騰

1973年10月に勃発した第四次中東戦争に始まる第一次オイルショックにおいては、それまで1バレル当たり3,011ドル(73年10月1日時点)であった原油国際価格が11,651ドル(74年1月1日時点)にまで4倍も上昇した。当時の日本産業は一次エネルギー供給の約90%を輸入原油に依存する構造にあったために^(注5)、石油精製・化学・鉄鋼・電力・ガス等の石油依存度の高い産業は、原油価格高騰の直接的間接的な影響を受けて生産コストが急騰した。これらの業種に限らず大部分の原料資材や生活物資の価格も上昇し、1974年の消費者物価は23.7%の上昇となるようなインフレーションが生じたため、10%近い貸出金利が続く高金利政策が実施された^(注6)。

第一次オイルショック後の不況の特徴は、生産活動の落ち込み幅がかつてなく大幅であり、しかもその回復が緩慢であったことである(図-7)。マクロ経済の指標をみても1974年の実質経済成長率は0.2%減となったが、鉱工業生産の落ち込

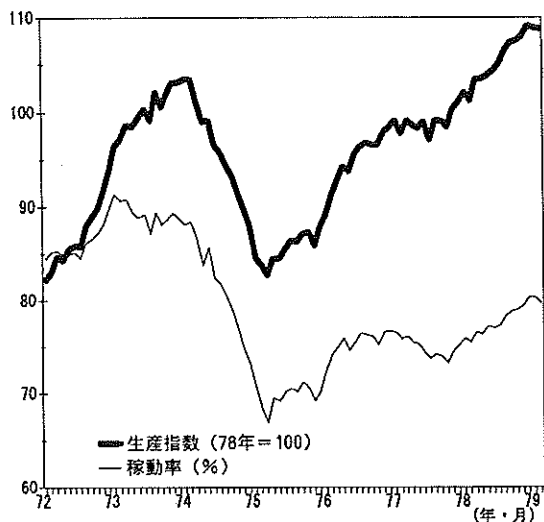
図-6 輸出の収益改善への貢献



(注)日銀「主要企業短期経済観測」より当研究所にて算出した。数値は四半期ベース、3期移動平均値。対象は製造業主要企業。

みはさらに大きく、ピークであった1973年11月からボトムである75年11月までの減少率は20%に達した。当然、企業収益は大きく落ち込んだ。上場企業製造業の経常利益は1974年度は前年比30.9%減、75年度は同67.9%と急減し、損益分岐点对売上高比率は1973年度の85.1%から75年度には97.1%まで上昇した^(注7)。

図-7 大幅な生産減



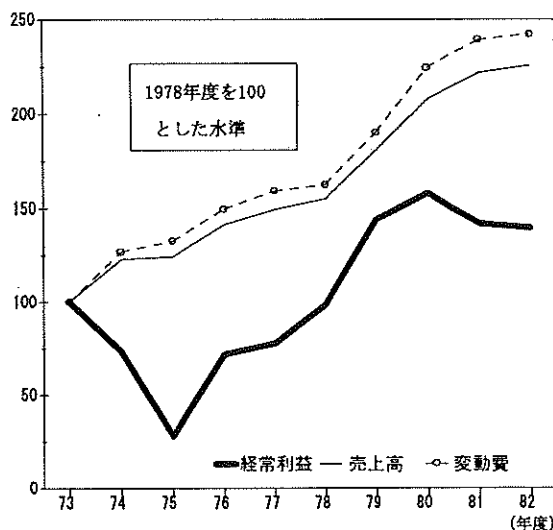
(注) 通産統計による。対象は製造工業平均。
稼働率は稼働率指数より当研究所にて算出。

②オイルショック以降の企業収益構造

このような大幅な利益率低下が生じたオイルショック以降、すなわち1970年代後半における企業収益の動きと構造について整理してみよう。

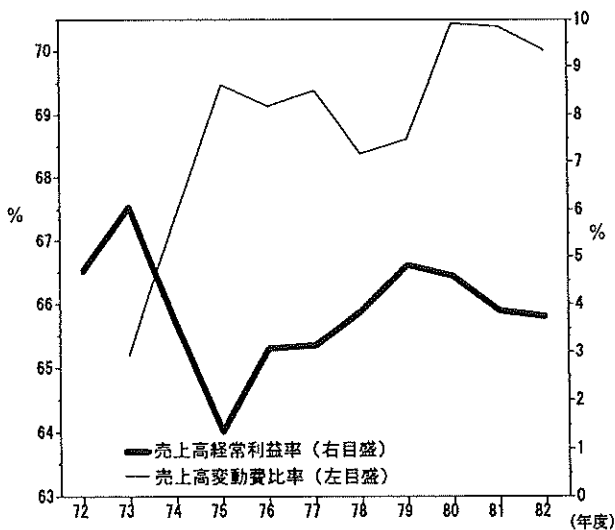
大幅減益の要因：このような大幅減益の後も、企業収益は水面下の回復であった。昭和50年春以降マクロ経済が回復した一方で、上場企業製造業の経常利益水準は1975年度にはピーク

図-8 オイルショック前後の収益状況



(注) 上場企業の決算集計データより当研究所で作成。
対象は東証1・2部上場の製造業862社。

図-9 変動費負担の増大



(注) 出所、対象とも図-8に同じ。

表-3 オイルショック後の収益悪化要因
(総資産経常利益率低下の要因分析)

	製造業全体	製造業大企業
①総資産経常利益率：73年1-3月期	6.11	5.10
②総資産経常利益率：77年1-3月期	3.59	3.14
差：②-①	-2.53	-1.97
総資産回転率の要因	0.64	0.68
売上高経常利益率の要因	-2.98	-2.95
変動費比率の要因	-3.54	-4.57
人件費比率の要因	-0.98	-0.02
減価償却費比率の要因	1.35	1.39
金融費用比率の要因	0.19	0.25

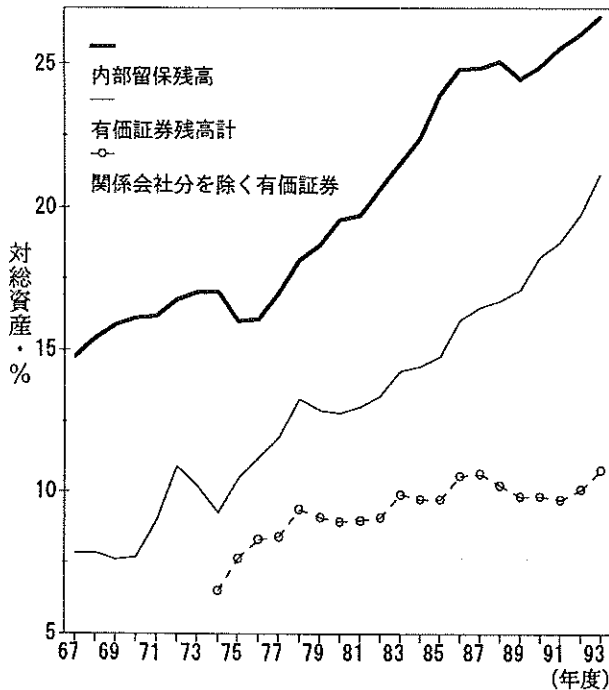
(注) 出所は図-4に同じ。製造業全体は資本金1千万円以上、大企業は10億円以上。変動要因分析の算出方法はレポート末尾の注記を参照。各要因の合計は交絡項があるため一致しない。

時点であった1973年度の28%まで低下し、ピーク時のレベルに戻ったのは78年度である(図-8)。

上場企業製造業の経常利益の変動要因をみると(表-3)、まさしく原材料費を中心とした変動費の増大が売上増を上回っており、結果として限界利益^(注8)も大幅に減少した。一方でインフレによる高賃金上昇率から人件費の増大も大きく、減価償却費やその他の固定費削減はなされたものの、総固定費の圧縮が変動費の増大を到底カバーしきれなかった。

収益率の下方屈折：企業の収益改善対策にもかかわらず、中期的にみれば企業の収益率は1973年度を境にして大きく下方屈折した。高度成長が急速に鈍化した経済のもとで、企業の間では過剰な経営資源を圧縮削減する減量経営の動きが広がっていった。

図-10 内部留保の蓄積状況



(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場企業製造業862社。内部留保は各種引当金+利益準備金+その他剰余金。有価証券は流動資産・固定資産双方を合計している。

業種間収益率格差の拡大：原油価格の上昇によるコストプッシュや需要減少から、素材産業の収益率が低迷した一方、エレクトロニクスやサービス業、小売業では高い売上成長率に支えられ堅調な収益率が続いたことが大きな要因である。この収益率格差の拡大も産業構造を重厚長大産業から軽薄短小・サービスの分野へとシフトさせる大きな要因となったと考えられる。

輸出依存の売上拡大：国内最終需要の成長鈍化に対応し、大企業、中でも国際競争力を持つ基幹産業は40年不況の後と同じ様に輸出シフトの姿勢を強めた。この輸出増による売上拡大効果を中期的にみれば(図-6、前掲)、1976年度から85年度までの10年間でこれら輸出型製造業上場企業^(注9)の売上増の32%が輸出増によりもたらされたものである。この結果、製造業の輸出比率(総売上高に対する輸出売上の割合)は1975年度の22.5%から84年度には27.5%まで高まったが、こうした輸出依存度の高さが現在の収益構造問題の一つである輸出採算問題を惹起するに至っている。

財務体質改善に注力：財務体質の安全性に関する指標が改善傾向に方向転換したのも1973年度が境である。これは前節で述べたような借入金依存度等の負債比率の低下だけでなく(前掲図-2)、内部留保の蓄積が進んだことも特徴的である。大企業では第一次オイルショック以降は設備投資がキャッシュフロー^(注10)を大きく上回することは少なく、逆に言えば投資所要が少ないだけに財務体質強化の好機であった。また、配当等のかたちで社外流出させる割合も抑制されたこともあって、企業は上場企業を中心に内部留保を蓄積し、資産面でも有価証券のような金融資産の割合を増やした結果、企業体質は次第に改善していった(図-10)。

(4)1980年代の企業収益構造：

－プラザ合意円高と構造転換問題の影響

①国内部門の利益急増で回復

1985年秋以降のいわゆるプラザ合意円高では、為替レートの急上昇により販売価格が落ち込んだことが大幅減収の原因となった。しかし、その後87年以降に内需が盛り上がったため、固定費比率の上昇は収益拡大の中で長期化せず一時的な問題に終わった。当時の円高不況では、輸出は停滞したものの個人消費・住宅投資等の内需が堅調に推移したため売上を下支えし、しかも国内向け売上の利益率が上昇し国内部門の価格効果が数量増の効果とあいまって収益増に貢献したからである。

大企業製造業について国内・輸出部門別の企業収益への影響度を試算してみよう(図-11)。前回の円高不況では、85年度後半より86年度にかけては円高進行により輸出手取額の減少が大きな減収要因になっているが、87年度以降は売上数量が急増した国内部門が輸出部門の利益減を補って余りある利益増加をもたらしている。

一方、輸出部門では長期間にわたる円高の進行により採算が悪化した。輸出部門の利益率を試算してみると(図-12)、87年度以降は輸出価格の引き上げや原材料コストの低下による限界利益の引き上げ効果が奏功してきた上、国内部門の売上増によって輸出部門の固定費負担も円高直後に比べて改善した。しかし、輸出部門の採算は変動費と固定費を合わせたフルコスト・ベースでは依然大幅な赤字が続いていた。

②資産と株主資本の膨張

ここで、80年代後半のバランスシートからみた企業収益の特徴点を整理してみよう。表-4は東証上場製造業の87～90年度の4年間の総投資額とその資金調達状況をみたものである。

まず第一に目立つのは、資産が売上の伸び以上に急テンポに拡大していることである。1970年

代前半より10年近くの間は企業の総資産は売上高の伸びを下回る伸びに留まり総資産回転率は上昇傾向が続いたが、87～90年度の総投資額は81～84年度の2倍弱まで急増している。

第二に、これだけの投資拡大が借入ではなく株主資本や社債のかたちで資金調達されたことが特徴的で、中でも株主資本の増加は半分以上がエクイティ・ファイナンスによる払込資本であった。この結果、株主資本は87～90年度の4年間で年率約13%と急成長し、後述するような平成不況における低ROE問題の原因となっている。

図-11 国内・輸出別の経常利益の変動(試算)

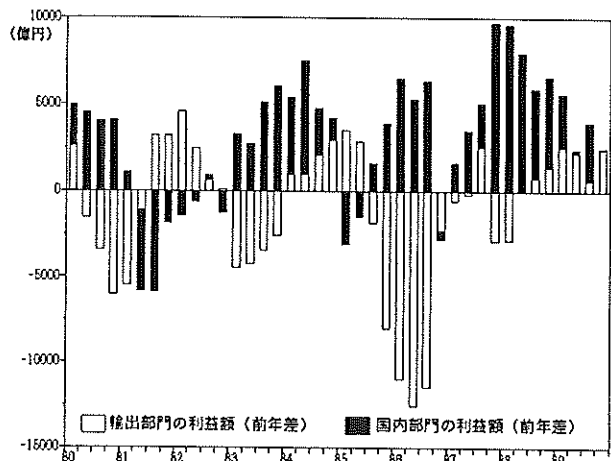
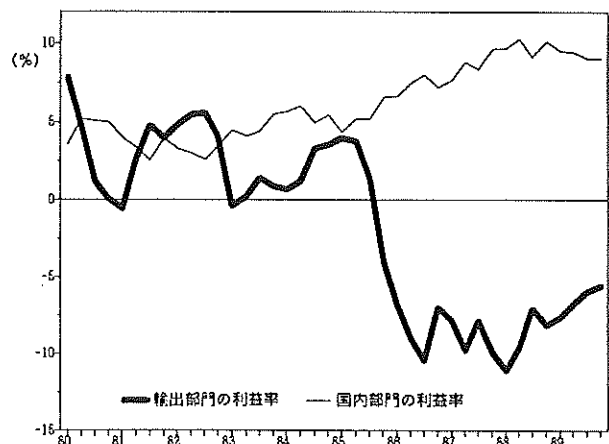


図-12 国内・輸出別の売上高経常利益率(試算)



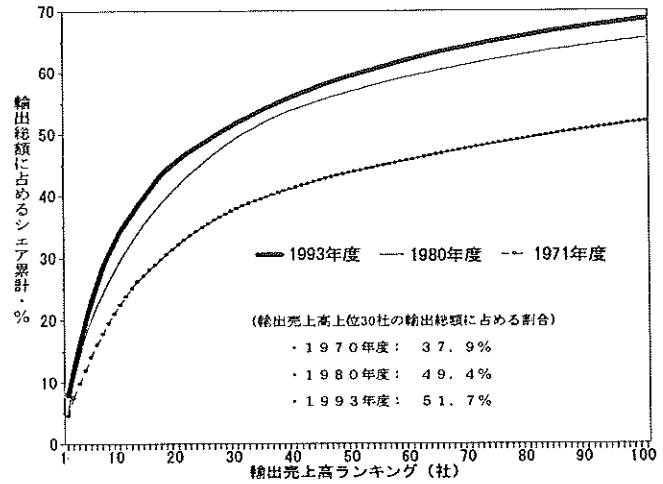
(注) 図-11、12は大蔵省「法人企業統計季報」、日銀「主要企業短期経済観測」等による。対象は資本金10億円以上の製造業。試算方法はレポート末尾の付注を参照。数値は四半期ベース。

表-4 資産と株主資本の膨張

	87~90 年度 (兆円)	同左 構成比 (%)
総投資額 (資金調達構成)	73.8	100.0
①減価償却費	21.9	29.7
②社債	13.3	18.0
③株主資本	25.1	34.0
うち発行済み	14.0	19.0
うち内部留保	11.1	15.0
④その他	13.6	18.4
総資産伸び率	9.7	---
株主資本伸び率	13.3	---
売上高伸び率	7.3	---
経常利益伸び率	18.7	---
	86年度	90年度
売上高経常利益率、%	3.56	5.32
総資産経常利益率、%	3.75	5.14
株主資本当期利益率、%	5.21	7.07

(注)出所・対象とも図-10に同じ。

図-13 輸出額に占める大企業の割合



(注)上場企業の決算データ、大蔵省「貿易統計」により作成。輸出売上高ランキングは東証上場製造業における各年度の輸出売上高上位100社を対象。各社の輸出額を上位順に累計し、通関輸出総額(円ベース)に対するシェアを算出したもの。

(5)過去の特徴と今回への含意

①拡大による収益回復

以上で整理した3度の収益悪化期を比較すると、いずれも時期の差はあれ、収益回復局面で利益が急増している。1966年後半、76年後半、および87年後半の3度の回復局面では、製造業の経常利益の増益率が前年比50%を超え、中でも76年後半の経常利益は前年比で3倍近い増加ぶりである(図-2、前掲)。従って利益率も景気の底から1年程度で速やかに直前の増益期のレベルに戻っている(第一次オイルショック後を除く)。

利益回復が速かった理由は、いずれの時期も売上が着実に増加したためである。回復局面の売上高は、1966年後半では前年比で20%前後、76年後半には15%前後、87年後半には10%前後の増加率であった(同図)。この増収に減益局面で進められたコスト対策が反映され、減益により利益水準自体も低かったことも加わって高い増益率が実現したわけである。

②80年代の先行投資が負担

先のように売上増で利益は回復したが、コストあるいは資産面における削減行動は第一次オイルショック後を除けば、比較的マイルドなものに留まっている。このうち、80年代後半においては87年より収益が回復する中で大規模な多角化・

海外投資ブームが生じ、資産および株主資本が急増した(前述)。このような企業の第一次リストラクチャリングはもとより先行投資が大半であったが、利益回収を企図した時期である90年代初めに現在のような景気後退が生じたために、利益増を伴わない資産・資本の増加と投資・開発ブームに付随する固定費増が現在の低収益問題、低ROE問題をもたらしている。

③輸出問題

また周知のように、これら3度の収益悪化期を中心とした企業の輸出シフトが現在生じているような対外不均衡問題の一因であるが、このシフトの過程で大企業、とりわけ電機・輸送機械・精密機械で輸出が増加し、日本をリードする巨大企業の輸出比率が高くなったことが今日の問題につながっている。輸出総額に占める輸出額上位30社の割合を試算してみると、1970年度には輸出額全体の約38%であったものが93年度には約52%まで達しており(図-13)、また93年度の上位30社のうち電機・輸送機械・精密機械が23社を占めている。第1節で述べたようなリーディング産業の停滞はこうした輸出問題、わけでも大企業の輸出構造に原因が求められよう。

4. 収益構造問題の現状

(1) 全般的な状況

① 利益水準の大幅な低下

次に、平成不況以降の全般的な企業収益状況を整理してみよう。東証上場企業（金融保険を除く）の決算状況からみると（図-14-①）、93年度は全産業ベースで売上高が5.2%の減収、経常利益は18.9%の減益と3年連続の2ケタ減益となった。また、減益が90年度から93年度まで4年連続して続いた結果、上場企業全体の経常利益水準は過去のピークである89年度の53%（同じく製造業では41%）の水準にまで低下している。こうした利益水準の低下割合を過去の減益局面と比較しても、非製造業は過去最大の下落率であり、製造業も第一次オイルショックに次いでいる。

また、大企業だけでなく中堅中小企業を含めた直近の収益状況を大蔵省「法人企業統計季報」でみると、94年1-3月期には資本金1千万円以上の全産業で売上高が前年同期比0.8%増、経常利益は同5.8%減と依然減益傾向が続いている。

（図-14-②）。さらに経常利益水準からみると製造業では前回の最低水準である1987年度半ばのレベルであり、直近の最高水準である89年度に比べればその4割強にすぎない。また、利益の落ち込み幅が小さい非製造業でも現在の利益水準は90年度後半の6割程度である。

② ROE問題

第二には、利益率、なかでも株主資本利益率（ROE）が大きく低下していることである。1993年度における東証上場製造業のROEは2.2%と戦後最低水準に達している（図-15-②）。

もちろん、マクロ経済の成長減速に伴って金利も低下しており、ROEは金利との相対的な水準が重要でもある。しかし、ここ数年におけるROEの低下幅は金利よりも大きく、しかも1990年度以降は長期金利の水準すら下回っている。

このROEの急落は利益水準の低下だけではなく、分母である株主資本が増加したためでもある。すなわち、1980年代後半以降におけるエクイティ・ファイナンスの急増により株主資本が膨張したこ

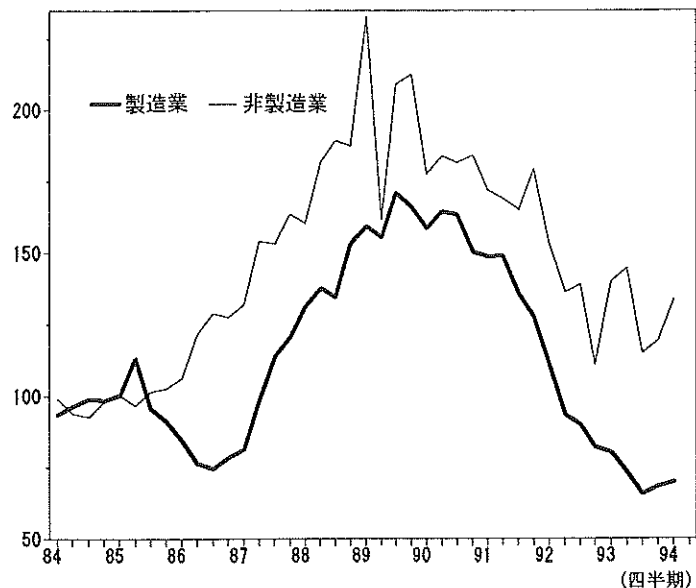
図-14 現在の企業収益状況

① 売上高、経常利益の変動

年度	90	91	92	93	対 89年度
(売上高、前年度比)					
全産業	5.3	0.3	-3.5	-5.2	96.5
製造業	9.2	2.1	-3.2	-4.9	102.6
素材	8.7	-0.3	-4.0	-6.1	97.8
加工	9.5	3.6	-2.8	-4.2	105.7
非製造業	2.5	-1.2	-3.8	-5.4	92.2
(経常利益、前年度比)					
全産業	1.7	-14.5	-24.5	-18.9	53.2
製造業	-0.1	-21.5	-31.4	-23.1	41.4
素材	-6.9	-14.6	-26.9	-28.4	41.6
加工	5.1	-26.1	-34.9	-18.5	41.2
非製造業	5.7	-0.1	-13.4	-13.5	79.1
(売上高経常利益率)					
全産業	3.41	2.90	2.27	1.94	-1.58
製造業	5.32	4.09	2.90	2.35	-3.47
素材	5.63	4.82	3.67	2.80	-3.78
加工	5.13	3.66	2.45	2.08	-3.26
非製造業	1.95	1.97	1.78	1.62	-0.27

(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1, 2部上場企業1231社。

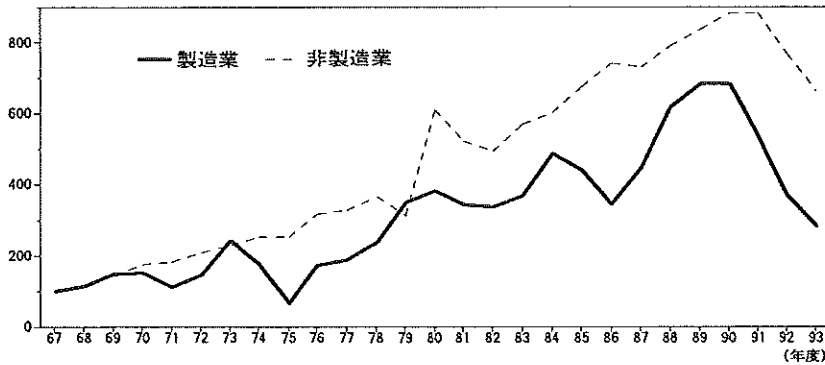
② 経常利益水準の推移



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金1千万円以上の企業、数値は季節調整値を1985年を100として指数化したもの。

図-15 企業収益構造の断面

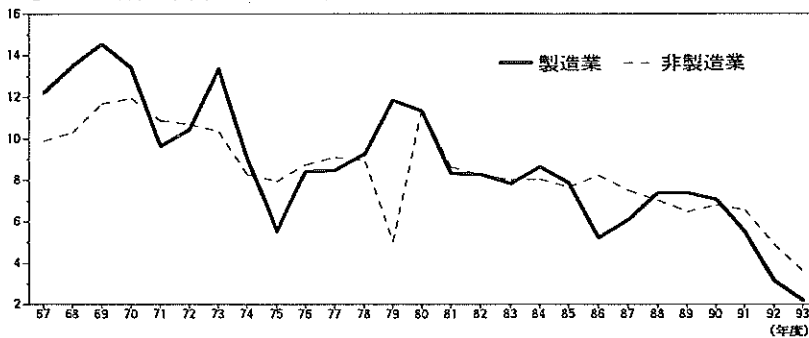
① 経常収益水準 (1967年度=100)



経常利益のピーク時からの下落率 (%)

(期間)	製造業	非製造業
①70～71年度	74.2	104.3
②73～75年度	27.7	110.5
③80～82年度	88.2	81.0
④84～86年度	70.8	123.1
⑤89～93年度	41.4	79.1

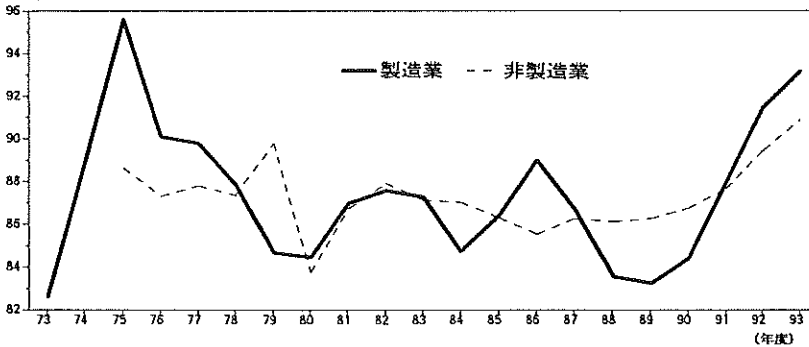
② ROE(株主資本当期利益率)の推移 (単位: %)



ROEの低下要因 (90～93年度) (%)

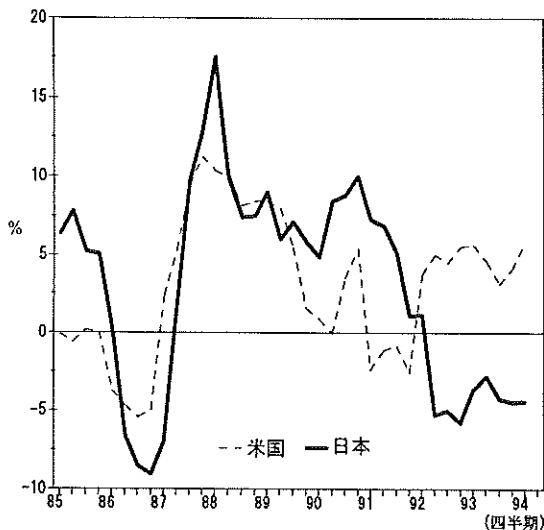
	製造業	非製造業
ROE低下幅	-5.2	-2.9
①売上高利益率の低下	-4.9	-1.6
②総資本回転率の低下	-0.3	-1.1
③自己資本比率の上昇	-0.2	-0.3

③ 損益分岐点の推移 (対売上高比率、%)

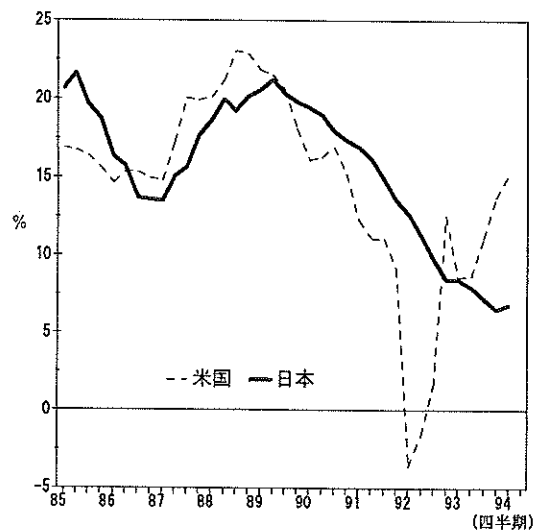


(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1、2部上場企業1231社。上記②のROEの低下要因の算出方法は、レポート末尾の付注を参照。④、⑤は大蔵省「法人企業統計季報」、米商務省「Quarterly Financial Report」による。対象はいずれも製造業全体。数値は3期移動平均値。②のROEは税引後当期利益ベース、⑤のROEは、日本が経常利益、米国が税引前利益ベース。

④ 日米の売上高 (前年同期比)



⑤ 日米のROE



とが株主資本を増加させたが、現在までのところその増加に見合った利潤を回収できていない。株主の側からすれば、現状は自らが企業に払い込んだ資本を企業が効率的に活用していない状況に映るわけであり、こうした現象が「コーポレートガバナンス」の論議に代表されるような株主側からの企業経営に対する問題意識を高めている原因の一つである。

③先進国企業の収益回復

さらには、このところ日本以外の先進国において企業収益が回復傾向にあることが日本企業の低収益問題を際立たせている（図-15-④、⑤）。米国企業は1993年以降収益が持ち直しており、94年1～3月決算では多くの上場企業が前年比2ケタ増の利益を計上している。この結果、米国大企業のROE^(注11)は94年1～3月期に13.7%まで回復しているが、他方前述のように日本の上場企業は2～3%台にまで低下し大幅な格差が生じている。

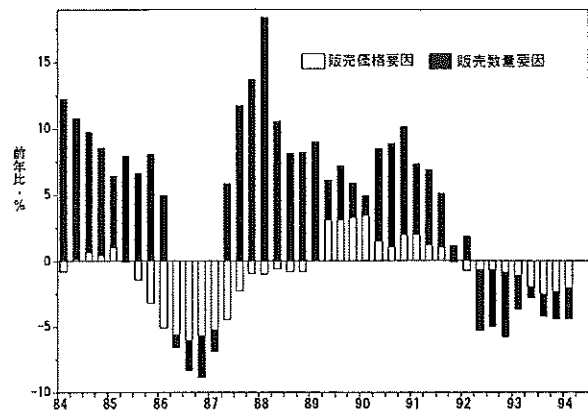
(2)低収益の原因

①売上数量・単価双方の下落

以上のような長期にわたる収益悪化の原因は、第一に売上高の伸びが停滞したためである。現在までのところ、製造業（資本金1千万円以上の企業、法人季報ベース）の売上高は92年4～6月期より94年1～3月期まで8四半期連続で前年比マイナスの状況が続き、円高不況の4期連続を上回っている。また、売上高の変動を過去の減益局面と比較すると（図-16）、85年移行の円高不況が主に販売単価の下落が売上高を減らしたのに対し、今回は販売数量の減少が減収の主因となった。

しかも、このような売上不振が企業の収益源である国内向け販売において生じていることがダメージを大きくした。図-6（前掲）のように、今回の場合は輸出よりも国内向け売上の低迷が収益の足を引っ張っており、1985年以降のプラザ合意

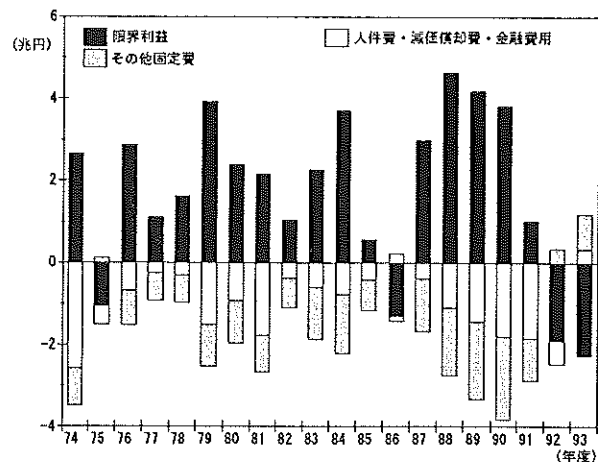
図-16 売上高の変動要因



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」、日銀「卸売物価指数月報」により作成。対象は資本金1千万円以上の製造業。四半期ベース。計算方法はレポート末尾の付注を参照。棒グラフの数値は売上高の変化率（前年同期比、%）に対する寄与度を表わしている。

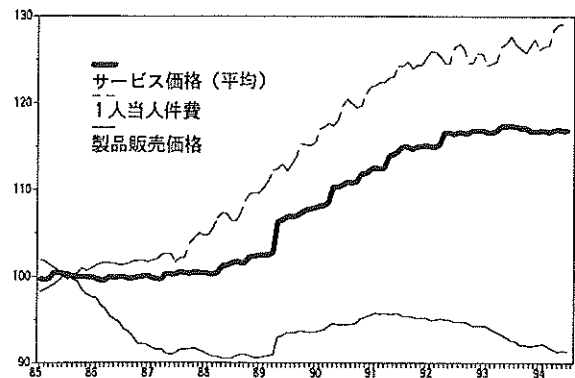
図-17 企業収益の変動要因

<上場製造業の利益・コストの前年差>



(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場の製造業862社。限界利益は売上高-変動費とした。

図-18 固定費単価の相対的上昇



(注) 日銀「経済統計月報」等により作成。数値は1985年=100とした指数。具体的な出所等はレポート末尾の付注を参照。

円高とは異なっている。すなわち輸出売上高が横ばいである一方、国内向け売上は91年度以降大きく落ち込んでおり、国内向け販売における数量と単価双方の落ち込みが企業収益の低下を招いたのである。

②固定費負担の増大

第二に、企業の売上高に占める固定費比率が上昇し、売上高の減少が大幅な減益につながりやすい企業体質となっている。最近の上場製造業における固定費の対売上高比率は、1985年度から93年度までの8年間に5.1%ポイントも上昇したが(表-5)、この理由は、大きく分ければ次の2つの要因があげられる。

間接コストの増大：1980年代後半以降の平成景気において企業が行った大規模な投資や組織拡大が固定費を増大させ結果的に収益悪化につ

ながった。1985年度から93年度までの固定費比率上昇の要因を詳細にみると、人件費が+1.6%、減価償却費が+0.9%、金融費用を含む営業外損益が-0.2%と三者あわせて固定費比率上昇分の半分弱にすぎない。

つまり、その残りの部分である「その他固定費」が固定費問題の主因になっている。その他固定費は、93年度において売上高の14.8%を占めるまでに増大しているが、ここ数年急増しているのは開発費試験研究費、賃貸料、および「その他の販売管理費」^(注12)である。

また、先の人件費の中でも、販売管理費に計上される人件費が1.0%ポイント上昇した一方で製造原価の中の労務費は0.6%の上昇と間接部門の人件費負担が目立っている。以上からみると、間接部門の組織や開発経費が売上規模の割に肥大化したために経費が増大したと考えることができよう。事後的な評価ではあるが、固

表-5 上場企業のコスト構造

(対売上高比率、単位：%)

(元号) (年度)	50 75	55 80	60 85	61 86	62 87	63 88	1 89	2 90	3 91	4 92	5 93	同左 前年比	85-93 変化幅
固定費合計	29.2	25.0	26.8	28.8	29.4	28.8	28.9	28.8	30.0	31.1	31.9	-2.4	5.1
労務費(製造原価内)	9.5	7.7	7.9	8.5	8.3	8.0	8.0	7.9	8.1	8.3	8.5	-2.0	0.6
人件費・役員報酬(販売管理費)	3.5	3.1	3.6	3.9	4.0	3.9	3.9	3.8	4.0	4.3	4.6	1.2	1.0
減価償却費	3.2	2.6	3.2	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4	3.7	4.0	4.1	-2.1	0.9
販売手数料	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	-5.0	0.1
広告宣伝費	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	-9.6	0.0
拡販費・その他販売費	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	-6.0	0.0
賃貸料	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	3.2	0.4
支払特許料	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-9.1	-0.0
開発費・試験研究費	0.6	0.7	1.5	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	-4.5	0.8
租税公課・事業税	0.7	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	-7.6	-0.2
その他製造原価	3.9	3.6	3.9	4.1	4.2	4.1	4.2	4.3	4.5	4.7	4.8	-2.3	1.0
その他販売費・一般管理費	1.6	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	-2.0	0.7
営業外損益(ネット費用) (うち金融費用)	2.8	1.4	0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	—	-0.2
(うち金融費用)	2.9	1.7	0.7	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.2	0.3	106.8	-0.3
変動費合計	69.5	70.4	68.9	67.7	66.1	65.6	65.3	65.9	66.0	66.0	65.7	-5.3	-3.2
原材料費	46.7	47.2	43.3	42.0	40.9	40.7	41.5	42.2	42.0	40.7	39.5	-7.6	-3.8
外注加工費	4.1	4.1	4.3	4.6	4.7	4.7	4.9	4.9	5.2	5.1	5.1	-5.2	0.7
荷造・運搬・保管費	3.2	3.1	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.2	3.2	3.2	-4.2	0.2
総費用	98.7	95.4	95.8	96.4	95.5	94.3	94.2	94.7	95.9	97.1	97.7	-4.4	1.9
人件費・減価償却費・金融費用 以外の固定費(営業外損益を除く)	10.2	10.1	12.0	13.0	13.6	13.6	13.9	14.0	14.3	14.6	14.8	-3.6	2.8

(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場の製造業862社。1993年度における前年比の項目は各費用の対92年度増減率、85~93年度の変化幅は、各売上高比率の変化幅を表わす。

定費のかかる間接部門の組織が肥大化した後に景気後退や円高により売上が停滞したために、企業は需要より先行的に増大させた間接コストの負担を売上の拡大でカバーできなかったわけである。

固定費価格の相対的上昇：1985年以降のプラザ合意円高と今回の新円高によって、企業の製品価格は平均すれば80年代半ばの水準より1割前後低下しているのに対し、人件費や諸経費の単位当たり価格は総じて安定的に上昇しており、賃借料のように急激に上昇しているものもある(図-18)。こうした固定費単価と売上単価の伸び率格差が固定費比率をさらに高める方向に働いた。

(3)本業外でも利益率が低下

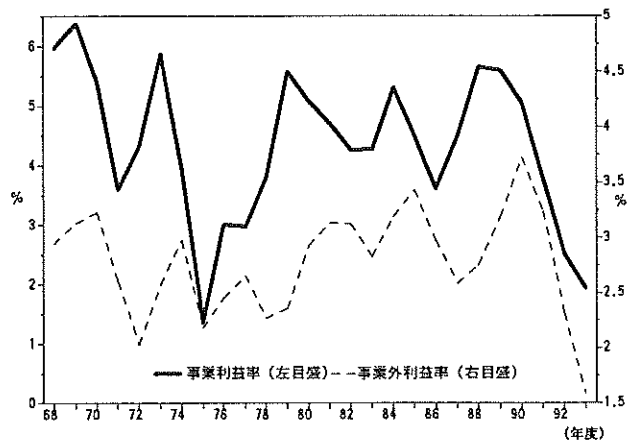
①急増した本業外の資産

また、前述のような利益率の低下は総資産利益率をみても顕著である。上場製造業の使用総資本経常利益率は、直近のピークである1988年度の5.7%から93年度には2.1%と半分以下にまで低下している。この資産当たりの収益性を、「本業のための資産」と「本業外の資産」に分けて、それぞれの収益性を検討してみよう(注13)。

前述のように固定費比率の上昇によって本業の利益率が低下していることは図-19からも明らかであるが、一方で本業外利益率の低下も著しく、過去20数年間で最低水準にまで低下しており、この点は過去の減益局面と異なるところである。

資産効率の悪化は、80年代後半の長期にわたる設備投資ブームだけではなく、多角化・研究開発投資や海外投資、あるいは財テクなどの本業外の資産増がもう一つの要因であった。東証上場製造業全体でみると、1987年度から90年度までの総投資額(注14)のうち3割が上記の事業外資産に振り向けられた(表-6)。このうち投資有価証券は残高が年率18.3%のペースで急増しており、

図-19 事業・事業外収益率



(注)作成方法・対象とも表-5に同じ。各収益率の算出はレポート末尾の付注を参照。

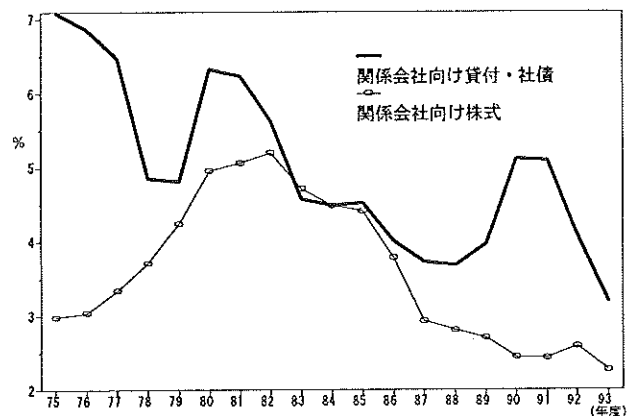
表-6 本業外資産の増加

＜資産各項目の増減状況(上場製造業)＞

(資産項目)	87~90年度	
	増加率 (年率)	総投資額 のシェア
資産合計	9.7	100.0
手元流動性	8.6	12.8
現金預金	10.3	10.4
短期保有有価証券	5.0	2.3
棚卸資産	5.7	5.5
企業間信用	12.1	19.5
その他流動資産	7.4	2.3
設備資産	7.2	39.1
土地	8.9	3.1
無形固定資産	8.5	0.1
投資有価証券	18.3	14.4
関係会社株式	21.9	10.6
(子会社株式)	25.9	8.9
(関連会社・親会社株式)	12.3	1.7
関係会社有価証券(除く株式)	27.1	0.2
その他の有価証券	12.1	3.6
その他固定資産	9.3	3.3
(売上高)	7.3	---

(注)出所・対象とも表-5に同じ。単位:%。
設備資産の総投資額シェアは減価償却費を含む。

図-20 関係会社向け収益の悪化



(注)出所・対象とも表-5に同じ。収益率の算出方法はレポート末尾の付注を参照。

とりわけ関係会社株式・有価証券の伸びが著しい。

②収益性低い関係会社向け投融資

ところが、これらの投融資資産から得られる収益がかなり低くなっている。中でも、関係会社^(注15)向け投融資の収益性が問題の大きな要因である。図-20のように、10年前には毎年6%以上あった関係会社投融資残高に対する関係会社投融資の平均利回りは、関係会社投融資が拡大した87年度以降3%半ばにまで低下し、また関係会社の保有株式は簿価ベースの残高に対する配当利回りが2%近くまで落ち込んでいる。

(4)全業種的な不振、少ない高収益企業

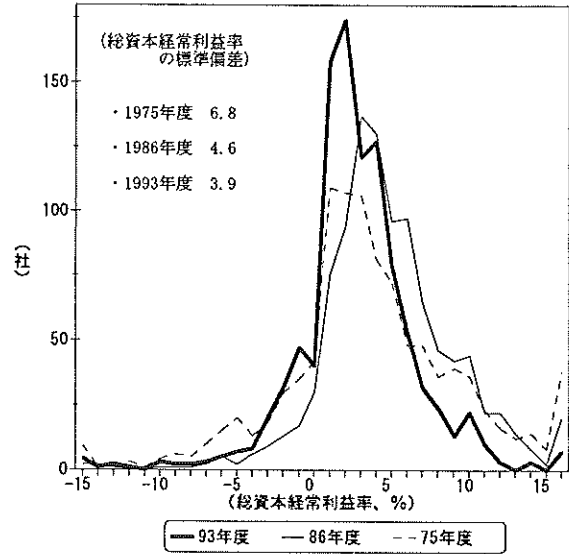
次にこれまでの集計値による平均的な企業像から、個別企業の収益構造に視点を移してみよう。今回の企業収益悪化は広範囲の業種に及んでおり、過去の不況局面に比べて好調業種が少ないのも特徴的である。93年度の東証上場企業の決算状況を業種別にみると、増収業種は紙パルプ・電力ガス・医薬品など29業種中4業種、同様に経常増益業種は石油石炭・医薬品など3業種にすぎない。利益率の変化を業種比較しても、今回の場合はほとんどの業種で前回の減益局面である86~87年度以上に利益率が低下しており、中でも自動車・電機・鉄鋼・化学等のいわゆる基幹産業の不振が目立っている。

①総資本経常収益率の分布

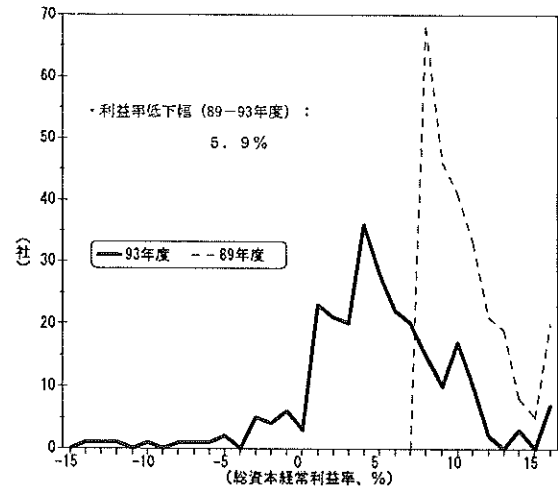
企業別にみると、うちそった収益性の低下が明らかになる。東証1・2部上場企業全体について使用総資本経常利益率の分布状況を過去の減益局面を比較すると(図-21)、1993年度は最もばらつきが少ない。一般的に企業収益の減益局面には、売上やコストの変動の差異から収益性格差が拡大することが多い。例えば、オイルショック後のエネルギー多消費型産業の不振、あるいは1986年の円高不況における輸出関連産業の不振が典型

図-21 総資産経常利益率の分布

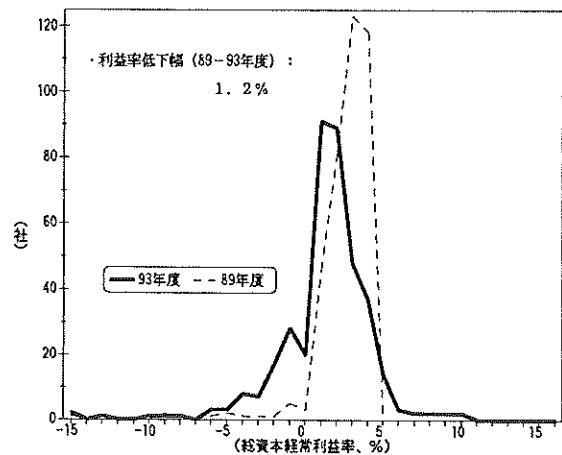
① 総資本利益率の分布



② 同上(89年度の総資本利益率7%以上の企業)



③ 同上(89年度の総資本利益率4%以下の企業)



(注) 上場企業の決算データにより作成。対象は1973年度以降東証1部に上場している全産業1006社。

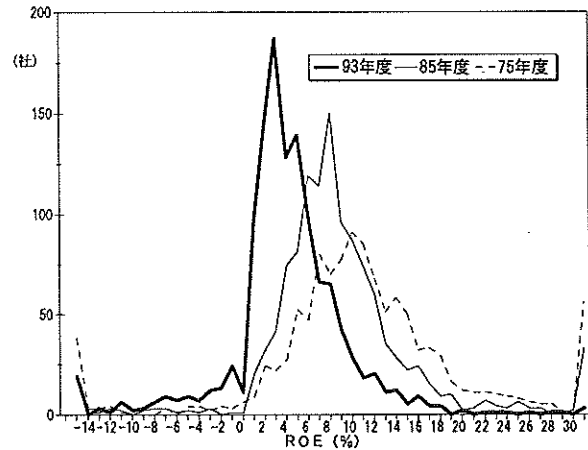
的なケースである。しかし、今回の場合はこのような業種間の跛行性がほとんどみられない。既に第1節でみたように長期的にみても産業間の収益性の格差が少なくなっている。

②高収益、高成長企業の減少

これは、別の側面で見れば高収益企業が減っていることでもある。今回の場合、過去の高収益企業のグループにおいて低収益企業よりも利益率の低下が顕著である。図-21-②のように、直近の景気拡大局面で7%以上の総資本経常利益率をあげていた高収益企業のグループでは、93年度にかけての利益率の低下幅が低収益企業に比べても大きくなっている。

利益率をROE（株主資本利益率）でも、企業間のばらつきが少ない、全企業的な収益力の低下が見てとれる（図-22）。ROEが6%を超えるような高収益企業は、1975年度には調査企業全体の78%、同じく85年度には76%を占めていたが、93年度には32%まで急低下している。さらにこれを売上高とリンクさせると、高収益かつ高成長の企業グループは一段と減少してしまう。例えば、93年度において売上高増加率（89～93年度の5年間）が年率4%を超え、かつROEが6%を超えている企業数は全体の20%にとどまっている（図-23）。

図-22 上場企業におけるROEの分布

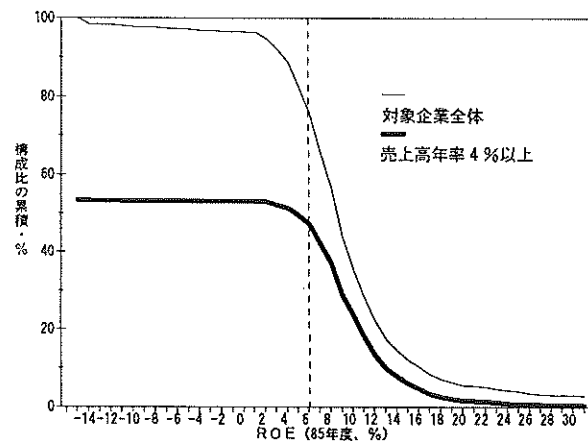


(注) 上場企業の決算データによる。過小株主資本企業を除くため93年度の東証1・2部上場企業のうち「その他剰余金」が資本金の1/2より多い企業1222社を対象としている。

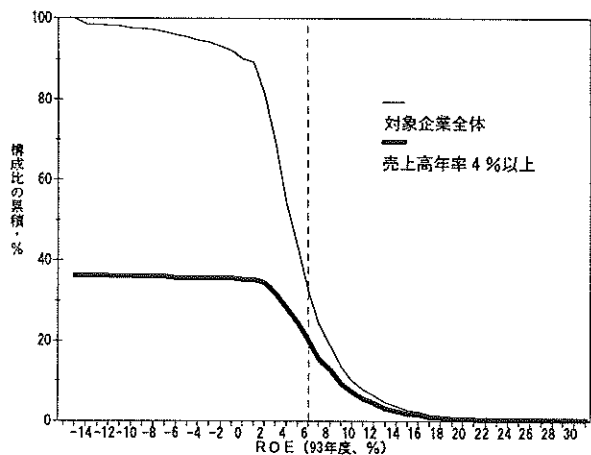
図-23 ROEと売上成長率

売上成長率別にみたROEの分布（構成比の累積グラフ）

① 1985年度



② 1993年度



(注) 出所・対象とも図-22に同じ。各期の売上高成長率は85年度は1981～85年度の成長率、93年度は89～93年度。点線はROE 6%を示す。構成比の累積は高ROE順に計算。

5. 現在までの企業行動

次に、前節で整理した低収益問題に対して、企業が足元でどのような収益改善行動をとっているのか1993年度の決算を中心に検討してみよう。

(1) 資産売却による低収益の補填

93年度の上場企業決算で特徴的であるのは、多くの企業が多額の資産処分益を計上していることである。東証上場企業（金融保険を除く全産業1231社）の資産処分益を集計すると（表-7）、資産処分益（営業外収益計上分）が前年度比44.7%増、有形固定資産処分益（特別利益計上分）が同103.9%増と軒並み急増した結果、上記の3処分益は経常利益に対する比率が41%（92年度は21%）にも達した。

このような3処分益の状況をみていこう。

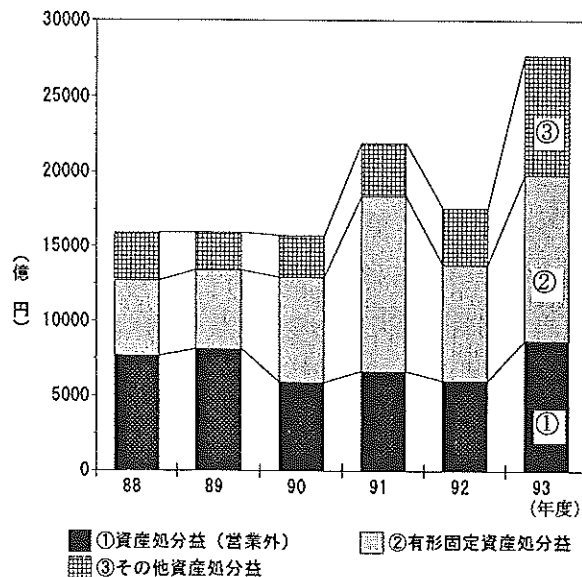
資産処分益（営業外収益計上分）：93年度において大幅に増加した業種は、鉄鋼（前年度比3.4倍、全体の構成比：18.7%）、化学（同上、2.4倍、11.2%）、自動車（2.1倍、11.9%）である。これら資産処分益のほとんどは経常利益改善（赤字回避あるいは赤字幅縮減）を図った有価証券売却益である。

有形固定資産処分益（特別利益計上分）：一般的に有形固定資産処分益の大半は土地売却益である。大幅に増加した業種は、その他金融（前年度比8.6倍、全体の構成比：4.9%）、不動産（同上、5.3倍、4.9%）、商社（5.0倍、17.6%）などであるが、これらの業種では特別損失で多額の「その他資産処分損評価損」が発生しており、これを特別損益内で補填するための利益計上と推察される。このその他資産処分損の計上理由を個別にみると、業績不振の関係会社清算処理や海外事業の縮小など80年代後半に拡大させた多角化のリストラという性格がうかがえる。

その他資産処分益（特別利益計上分）：その他資産処分益は、固定資産中の有価証券売却益が多い。この急増も上記の有形固定資産処分益と同様の理由と考えられる。

表-7 資産処分による収益の補填

項目名	92年度			93年度		
	金額 (億円)	前年度 比	対経常 利益比	金額 (億円)	前年度 比	対経常 利益比
売上高・営業収益	3,640,769	(3.5)	-	3,455,270	(6.1)	-
営業利益	104,143	(20.4)	-	87,349	(16.1)	-
経常利益	82,788	(24.5)	100.0	67,144	(18.9)	100.0
営業外損益分						
①資産処分益	6,016	(9.3)	7.3	8,705	44.7	13.0
②資産処分損	(2,219)	(1.3)	(2.7)	(2,288)	3.0	(3.4)
③資産評価損	(2,206)	(42.8)	(2.7)	(1,021)	(53.7)	(1.5)
④為替差損	(1,046)	95.3	(1.3)	(1,470)	49.7	(2.2)
特別損益分						
⑤有形固定資産処分益	7,739	(34.2)	9.3	11,110	43.5	16.5
⑥その他特別利益	3,659	9.0	4.7	7,871	103.9	11.7
⑦有形固定資産処分損	(2,530)	(11.4)	(3.1)	(2,589)	2.0	(3.8)
⑧その他資産処分損	(7,892)	(2.6)	(9.5)	(11,746)	48.8	(17.5)
資産処分益計(①+⑤+⑥)	17,615	(19.7)	21.3	27,686	57.2	41.2



(注) 上場企業の決算データによる。対象は上場全産業1231社。
前年度比・対経常利益比の単位は%。

(2)資産の圧縮（バランスシート調整）

①資産圧縮が売上減に追いつかない

東証上場企業（金融・保険を除く）では、93年度決算期末の総資産残高が92年度末に比べて1.4%減少した（表-8）。産業全体の総資産が前年度に比べて減少したのは戦後以降では初めてである。しかし、売上が総資産の減少以上に落ち込んでいるために資産効率を示す総資本回転率は引き続き悪化し過去20数年間で最低レベルにまで低下している。

また業種別にみると、製造業において総資産の減少率が高く、化学（前年度末比3.8%減）・石油（同5.4%減）・鉄鋼（同3.1%減）・自動車（同2.9%減）などで大きく減少した。他方、非製造業では電力・サービスなど資産増加が続いている業種もまだ多い。各業種のなかでも、商社の総資産残高が前年度末比8.4%減と売上の減少（同7.3%減）以上に減少している点の特徴的である。

②固定資産圧縮は道半ば

さらに資産項目ごとの動きをみてみよう。93

年度においては現金預金（前年度末比9.4%減）・受取手形（同9.2%減）・棚卸資産（同5.1%減）・その他流動資産（同4.8%減）といった流動資産の残高減少が目立つ。

その一方で、固定資産は前年度末比2.9%増と増加率は鈍化したものの依然増加基調である。これは、ウェイトの大きい償却対象資産（建物・設備など、前年度末比5.4%増）・土地（同6.3%増）といった有形資産が増加したほか、投資有価証券も同3.6%増と増加率は鈍っていない。企業はリストラクチャリングの一環として、内外における子会社・関係会社の縮小再編に着手したところであるが、バランスシートをみるかぎり本格的な成果はみられていない。これは93年度末の子会社株式残高が前年度末比6.3%増と投資有価証券全体を上回っていることも裏づけとなろう^(注16)。

(3)固定費の削減

①経費削減は進展

93年度の上場企業決算を集計すると、製造業の固定費は前年度比2.4%減と1986年度以来7年ぶりに減少した（表-5、前掲）。しかしなが

表-8 企業の資産圧縮状況

(資産項目)	全産業			
	92年度		93年度	
	前年度比	同左 寄与度	前年度比	同左 寄与度
流動資産計	(2.7)	(1.5)	(4.9)	(2.6)
現金・預金	(7.6)	(0.9)	(9.4)	(1.0)
受取手形	(11.3)	(0.6)	(9.2)	(0.4)
売掛金	(0.8)	(0.1)	(2.6)	(0.4)
有価証券	6.9	0.3	1.3	0.1
棚卸資産	(1.2)	(0.2)	(5.1)	(0.7)
その他流動資産	(2.0)	(0.1)	(4.8)	(0.2)
固定資産計	4.7	2.1	2.9	1.3
償却対象資産	6.0	1.2	5.4	1.1
土地・その他	8.9	0.4	6.3	0.3
建設仮勘定	4.8	0.2	(13.0)	(0.5)
無形固定資産	7.8	0.0	1.5	0.0
投資・その他資産	1.7	0.3	2.0	0.3
・投資有価証券	3.4	0.3	3.6	0.4
（うち子会社株式）	8.1	0.4	6.3	0.3
・長期貸付金	2.7	0.1	(1.2)	(0.0)
・破産債権・更生債権	12.8	0.0	37.7	0.1
・長期前払費用	17.7	0.1	2.3	0.0
・その他投資	(6.7)	(0.2)	(0.4)	(0.0)
繰延資産合計	0.7	0.0	2.7	0.0
資産合計	0.6	0.6	(1.4)	(1.4)

業種	92年度	93年度	業種	92年度	93年度
食品	2.2	-0.1	水産	-4.0	-8.4
繊維	-1.1	-4.0	鉱業	1.6	-1.6
パルプ・紙	-3.0	-3.5	建設	4.7	-0.1
化学	-0.8	-3.8	商社	-6.7	-8.4
医薬品	2.3	6.7	小売業	1.4	-2.1
石油	5.4	-5.4	その他金融	2.3	1.0
ゴム	0.2	-5.1	不動産	5.2	-0.3
窯業	0.4	-0.0	鉄道・バス	6.5	5.3
鉄鋼業	-0.2	-3.1	陸運	0.6	10.2
非鉄金属・金属製品	0.1	-2.1	海運	-3.8	-4.7
機械	-2.6	-2.8	空運	7.7	-1.0
電気機器	-1.4	-1.3	倉庫・運輸関連	5.6	4.3
造船	2.6	-0.4	通信	5.4	0.3
自動車・自動車部品	1.0	-2.9	電力	5.7	5.0
その他輸送用機器	-2.4	-2.3	ガス	5.9	2.6
精密機器	1.1	-2.0	サービス	6.8	1.9
その他製造業	-2.1	1.7	(非製造業計)	1.3	-0.8
(製造業計)	-0.1	-2.0	(全産業計)	0.6	-1.4

(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場企業1231社。数値は前年度末比、%。

ら売上高が同4.9%も減少したために固定費比率自体は依然上昇している。固定費増減の内訳をみると、広告宣伝費や拡販費、販売手数料といった間接費が売上高の減少幅と同程度減少しており、圧縮スピードはかなり速いことが認められる。また80年代に年率18%もの勢いで増加してきた開発費・試験研究費も93年度は前年度比4.5%となり、開発費用の削減もようやく始まったことが認められる。

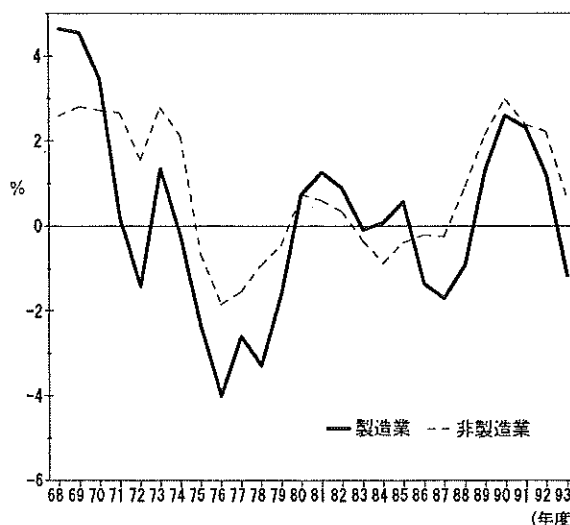
②難しい人件費削減

一方、固定費の減少度合を小さくしたのは、人件費・役員報酬（販売管理費計上分）や賃貸料であり、これらの項目は93年度もまだ増加が続いている。

今後、固定費の最大費目である人件費の更なる抑制は、日本企業が国際競争力を回復するためにも不可欠の要素である。にもかかわらず、1993年度までの状況をみれば限り企業は本格的な雇用調整行動を実施していない。例えば、図-24のように過去の減益局面と比較しても今回の従業員数の減少率はかなり低くなっている。このため、利益減少や賃借料・租税公課が減少し企業の付加価値額^(注17)が減少する一方で人件費は減らず、結果的に労働分配率^(注18)が一段と高まるような構図になっている。かつて内外より批判された日本の低労働分配率はここに来て急上昇し、1993年度には上場製造業平均でみれば第一次オイルショック後の水準を上回っている（図-25）。

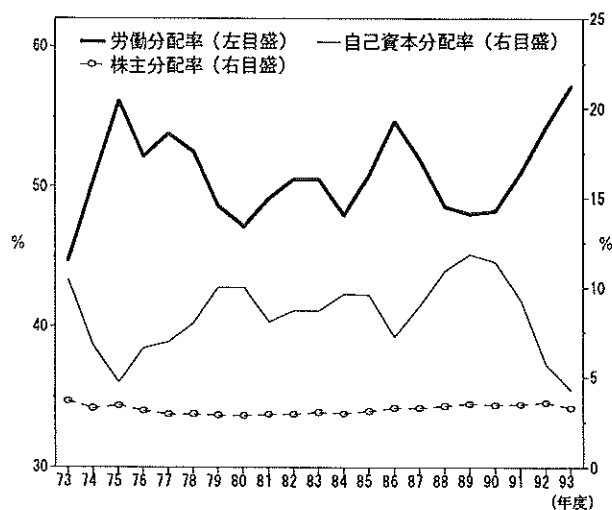
厳しい経営環境にあるにもかかわらず、なぜ雇用調整がマイルドであるのだろうか。収益の悪化度合は第一次オイルショックに比肩するが企業の内部留保や含み資産は当時よりも厚いといったストック面の体力、あるいは解雇等のハードランディングを実施した場合のリスク（社内外からの批判による混乱など）を経営者は考慮している、といった多面的なファクターが考えられよう。

図-24 従業員数の変化



(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場企業1231社。従業員数は出向者を除く、嘱託を含む。数値は年度末ベース、前年度比。

図-25 分配率の推移



(注) 上場企業の決算データによる。対象は東証1・2部上場製造業862社。分配率の算出方法はレポート末尾の付注を参照。

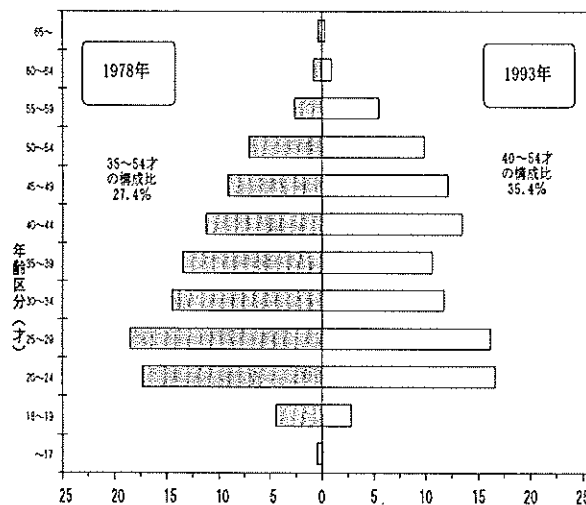
高齢化によるコストアップ：こうした企業が雇用に配慮する背景は容易には解明できないが、影響力の高い要因として就業構造の変化、中でも企業内高齢化の問題があげられよう。企業内の従業員構成について、高度成長期の構造を残していた1978年当時と93年現在を比較してみよう(図-26)。78年の従業員構成は年齢が進むにつれて比率が低下するピラミッド型に近く、年功型賃金により中高年の一人当たり賃金が高くとも年齢別の人件費構成は20才台後半から40才台のウェイトが大きい、いわゆる釣鐘型であった。これに対して、その後15年間で企業では40才台から50才台前半の従業員の構成比が高まった結果、ミドルの人件費が人件費全体の半分弱を占めるような逆ピラミッド型の構成に変化してきている。端的なケースが鉄鋼業であり、40才台から50才台前半の人件費が全体の64%に達している。

従業員の高齢化は、企業が年功賃金体系を維持している限り半ば自動的に労務コストを増加させてしまうものである。一例として、1978年から93年にかけての従業員の高齢化が人件費にもたらした影響を試算すると、従業員1千人以上の大企業では年齢構成の変化だけの要因で総人件費を6.6%も増加させている。

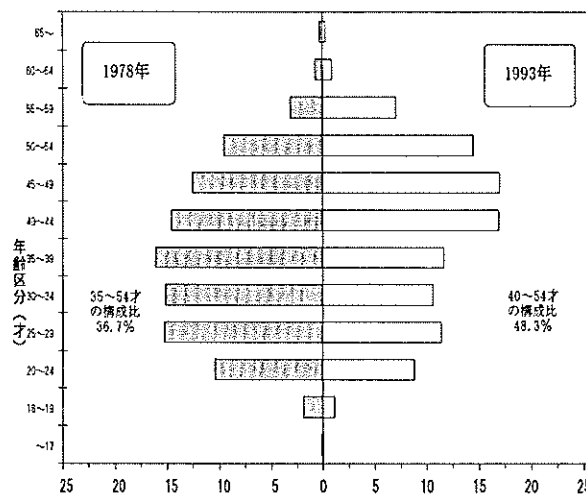
結果として、企業が雇用調整を検討する際にはミドルに重点が置かれやすくなる。スキルなどの質的な側面を除いて考えれば、層が厚く高賃金である中高年層の削減は単純に考えれば効率的であり、諸調査をみても中高年層の余剰感が高いことは明らかである。しかし、ミドルの職場喪失あるいは職種転換に伴う経済的社会的な調整コストは高く、経営的にも社内における意志決定層の中核である中高年層の利害は経営に反映されやすい。経営者としては、新卒採用の停止や出向拡大による緩やかな人件費抑制策で対応せざるをえないと判断し、社内的な反発が強い人員削減は社内外の反応を慎重に検討している段階と思われる。

図-26 企業の人件費構造の変化

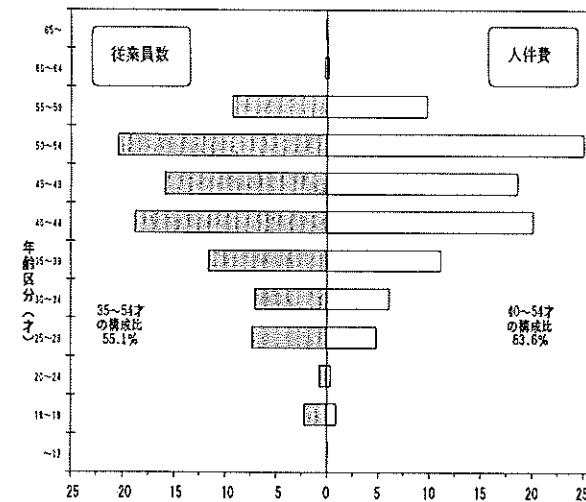
① 従業員年齢層別の人員構成
(従業員1千人以上の全企業平均、単位：%)



② 従業員年齢層別の人件費構成
(従業員1千人以上の全企業平均、単位：%)



③ 従業員年齢層別の構成 (1993年)
(従業員1千人以上の鉄鋼業平均、単位：%)



(注) 労働省「賃金構造基本統計調査」による。

6. 今後の展望

(1)問われる収益力

①高い必要利益のハードル

現状が低利益である以上、企業は利益改善に努めなければならない。では、果してどの程度まで収益を改善する必要があるのだろうか。以下でこのような目指すべき収益水準という観点から考えてみよう。

もちろん、企業がどの程度の利益を確保する必要があるかについて絶対的な基準が存在する訳ではない。しかし、株主にとっての株式収益率という観点に限定すれば部分的ながら一定の物差しを示すことが可能である。具体的には、株主資本に対するリターンである ROE と他の投資手段との収益率比較からみて株式が魅力を保ち続けられるような収益水準が一応のメルクマールとなる。

試みに、上記のような考え方により求められる必要な企業収益水準と現実の収益がどの程度乖離しているかを計測してみよう。図-27 の試算は上場製造業における株主の所有する資本（株主資本、自己資本と同一）が、代表的な他の投資手段である長期国債にリスクプレミアム^(注19)を加えた

ROE を企業に必要とされる利益水準と考えたものである。同図でみると、必要とされる経常利益水準は 93 年度時点では実際の経常利益の約 2.3 倍にあたる。過去の減益局面と比較してもこの乖離幅は拡大しており、企業の利益改善目標はかなり高いハードルであることが示唆されよう。

②構造調整による負担

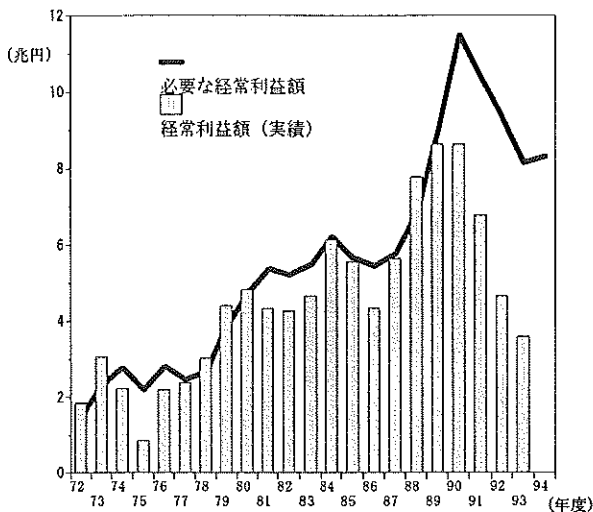
企業業績は 94 年度において 2 ケタの経常増益を予想する上場企業が増えている。大底にあった国内需要と市況が回復し始めているうえ、コスト削減策も業績に反映されてきたからである。

しかしながら、中期的な収益の回復力については楽観を許されない。次のような構造的な圧力が根強く残っており、企業収益はその構造調整の影響を受けるからである。

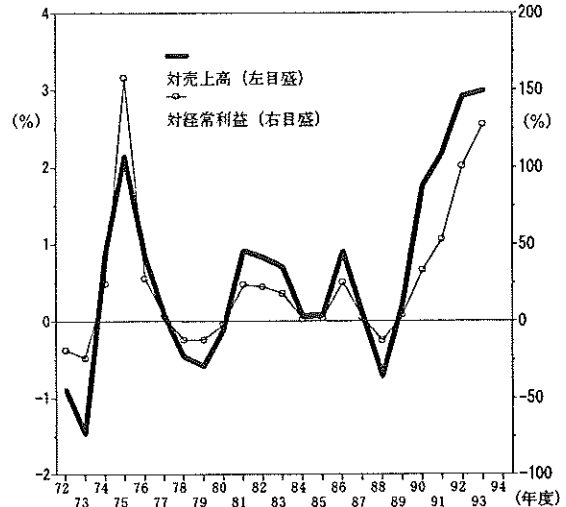
需要構造の問題：中期的な低成長がコンセンサスとなっている現状が、これまでの景気回復局面のように不況期の予想以上を大きく上回することは考えにくい。諸々の経済社会システムが戦後 50 年を経るなかで硬直化し、変化への対応力が低下しているが、その再構築は調整過程においてはマクロ的に成長率を引き下げる方向に

図-27 必要な利益水準と現実の乖離

① 必要とされる経常利益水準（試算）



② 現実の利益水準との乖離（対売上高、経常利益）



(注) 上場企業の決算データにより作成。対象は東証1・2部上場企業362社。「必要な経常利益水準」の試算方法はレポート末尾の付注を参照。②の乖離は①に表示された必要な利益水準と現実の利益水準との乖離を比率表示したもの。

はたらくであろう。足元で企業が予想する業界の需要成長率もここ数年間は年率1%後半から2%前半であり(図-28)、この成長率では売上増でコストアップを補う過去のような収益回復パターンは期待しがたい。

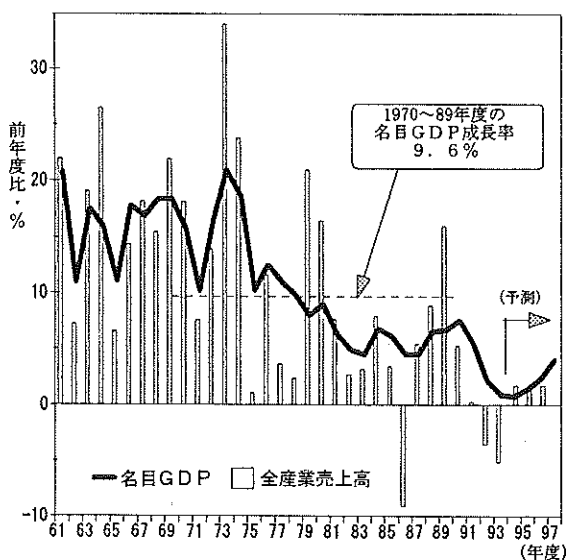
価格調整の問題：内外価格差が拡大し消費者の価格意識が強まるもとで、国産品から輸入品への代替や流通の合理化が進展している。製造業の販売価格は、輸出価格が1985年に比べて約25%も低下しているのに対して国内向け販売価

格は5%弱しか低下していない事実(図-29)が裏付けるように、価格是正はまだ緒についたばかりである。長期的には価格低下による経済効用の拡大が成長を牽引する力をもっているであろうが、当面は企業売上の減少や非効率な企業の再編に結びつく可能性が強い。

雇用調整と企業収益：企業が国際競争力を強化するためには、重い負担となっている人件費の削減、中でも間接部門の合理化が避けて通れない。ところが年功賃金と終身雇用により企業の人件費は賃上げがなくとも自動的に増加する枠組みとなっており、現在のようなデフレ成長に極めて適応しにくい。早期退職や出向のような人件費削減策は今後も一段と拡大していくであろうが、企業が段階的なソフトランディングをとる限り、退職金や退職年金に関する特別損失や出向者給与の補填などのコストを企業は負担しなければならない。

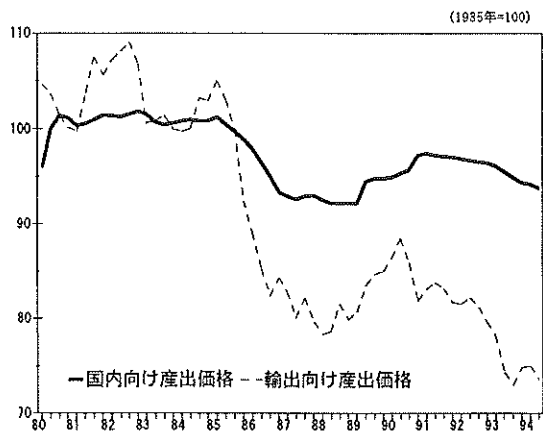
このようにみると、構造調整は企業収益にマイナスのインパクトをもたらす要素が多く、調整の進行は収益の短期的回復をさらに難しくさせるであろう。

図-28 マクロ低成長時代の到来



(注) 売上高は東証1、2部上場全産業集計データによる。94~96年度の売上高は経済企画庁「企業行動アンケート調査」(94年3月)による企業の今後3年間の実質業界需要の予想、名目GDPの94年度以降は当研究所の中期経済予測(94年2月発表)を使用している。

図-29 内外価格差の拡大



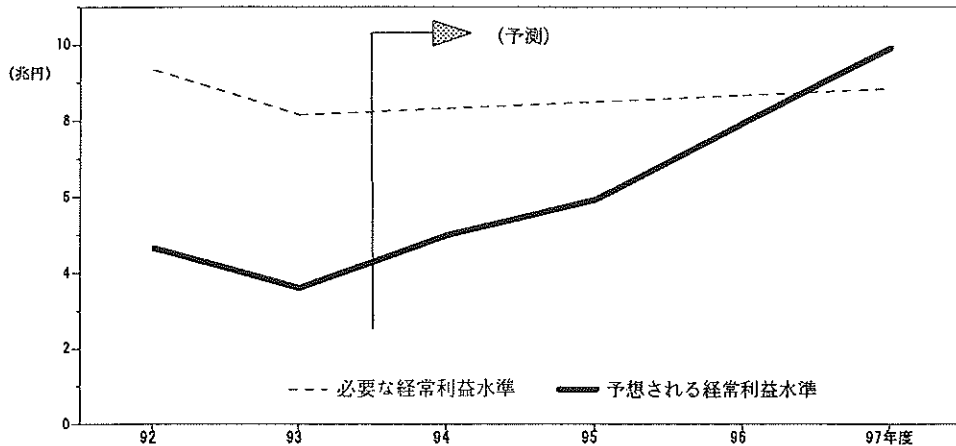
(注) 日銀「卸売物価指数」による。数値は四半期ベースで1985年=100とした指数。

(2) 企業経営の方向

① 収益力の長期的な改善

現状が低収益であるだけに利益向上が一層真剣な論題とされるようになってきているが、振り返ればこれまで日本において「利潤追求」を企業の真の基本目的とする意見が経営者から表明されたことは驚く程少ない。むしろ国益や国民福利の観点から企業の利潤追求が糾弾されたことが多かった。古くは第二次大戦前の政府の利潤統制(1938年)、戦後における経済同友会の年次総会決議(1956年、利潤追求は企業の基本目標ではない)、あるいは昭和40年代の公害に対する諸々の企業批判が典型的な事例である^(註20)。企業の目標は富国強兵(戦前)、先進国キャッチアップ(戦後)という「成長」が企業経営に対する国民的なコンセン

図-30 企業の利益成長パターン（試算）



(注) 出所、対象とも図-27に同じ。94年度以降は予測値。必要な経常利益水準は図-27で試算された数値。算出方法および前提は、レポート末尾の付注を参照。

サスであり、多くの企業は利潤よりも成長を第一義的な価値としてきた。

しかし、今回は企業にとって利潤追求を真っ先に掲げざるをえない。既にみたように外部の経営関与者にとって現状はとても満足できない収益水準であり、しかもその改善には過去よりも長い期間を要するからである。上場製造業における経常利益水準の中期的な成長度を試算してみよう（図-30）。1994年度から96年度にかけての売上成長を予想される名目経済成長率程度、かつ企業は前年度比2%の厳しい固定費削減を続けるとの前提を置いてみると、企業は94年度以降前年比で20%を超える経常利益の増加を果たすにもかかわらず前述の「必要な経常利益水準」に達するのは1997年度以降との結果が得られる。

②市場重視の経営

これからの企業は、以下のような観点から外部評価を尊重した経営に移行せざるをえない時代を迎えている。

企業に対する外部のモニター：ポスト成長経済という経済環境下で低収益が続かざるを得ない状況は、経営者・従業員という社内構成者だけでなく、所有者である株主や信用を供与して

いる金融機関・他企業にとっても負担増大を意味している。従って、こうした外部の経営関与者にとって企業経営に対する問題意識が高まるために、企業をモニター（監視・介入）すべきとする外部と、それを極力回避したい企業は利害は対立し、両者の関係は緊張化する傾向にある。

株主資本と利益のバランス：しかも、前述のように現在の企業では株主資本の増加に見合った利益が確保できていない。既に80年代のエクイティ・ファイナンスにより資本を充実させ、さらに今後もそうした新株発行を続けようとするのであれば、株主の期待をより反映させた経営が企業に求められるのは当然でもある。

企業間格差の影響：また、マクロ低成長時代においては、かつてのように大部分の企業が成長することを期待できない。既にみたように、1993年度の決算においても収益力の低い停滞企業が増加している（図-22、前掲）。外部の経営関与者も成長力の低下した中で投融資に対する収益性を一段と重視するのは自然な流れであり、停滞企業に厳しい評価を下すケースも増え

ていくであろう。

また、投資家や金融機関は個別企業の収益力を重視したポートフォリオを目指すようになってきている。高度成長期のように産業単位で投融資先を考えるのではなく、産業に投資する時代から産業内で成長する企業を選別するスタンスを強めている。この側面からも本来的な投資尺度である企業収益が一層重視されることになる。

③企業評価尺度の重要性

このような潮流が中期的に続くとするならば、外部の企業に対する価値判断が経営行動に大きな影響を与え、企業を変えていくであろう。敷衍すれば、外部評価が企業経営にとって重要度を増すことは、実際の経営パフォーマンスに関して外部の経営関与者が重視する尺度を企業もまた尊重することでもある。

大企業では、この十年間で巨額のエクイティ・ファイナンスを行ったにもかかわらず、依然として経常増益が最も優先順位の高い目標である。ほとんどの上場企業では決算短信や有価証券報告書で最初に売上高と経常利益の増減を掲げていること、あるいは経常利益の大幅な減少を回避するために多額の有価証券売却益を計上するケースはそれを物語っている。借入しか外部調達手段を持ちえなかった高度成長期には、専ら前年度比での経常増益を目標として運営しても事足りたが、現在のように自己資本が既に充実し、かつ今後もエクイティ・ファイナンスを経常的に行って自己資本が増加していく企業にとっては、経常増益だけでは充分ではない。ROE、EPSに代表されるような株主の投下資本に対する評価尺度が重要度を高めていることが一例である。

但し、外部の経営関与者は均質的なグループではない。株主が多種多様な構成であるばかりか、その他にも債権者・アナリスト・格付機関・同業他社・マスコミなども、またそれぞれ異なる目的をもって経営評価を行っており、企業をみる視点

も異なる。メインバンク・安定株主・取引企業、あるいは従業員などの特定の利害関係者との相対ベースで長期的・互恵的な関係を維持発展させてきたこれまでのシステムは、財務面での日本的経営といえようが、これからは一般投資家・海外株主などの不特定多数の資本提供者を含めた関係を構築していく必要がある。多様な外部の企業評価が集積されたものが株価であり、企業は日々の株価から自社の評価を認識するという従来希薄であったスタンスに切り替えることを迫られるであろう。

振りかえれば、成長はこれまでの日本の企業社会における最大価値であった。もちろん、企業売上の成長は自分の会社だけの幸福ではなく、付加価値の増加を経て国民経済に大いに貢献するものであった。しかし、全体としての成長が期待しにくい今日、従来企業の根幹であるにもかかわらず二の次にされていた収益率というレシオ（比率）がようやく表舞台に現れてきた。投下資本に対して、平均的にはリスクに見合ったリターンを実現することが企業の根幹であり、企業にとって現状の低ROEに代表されるような収益力の低い資本を効率的に活用する責務がある。望ましいリターンが得られないのであれば、貴重な資本をより成長性・収益性の高い分野により迅速にシフトさせていくことが個別企業に要求される行動原理であり、マクロ的にも日本の産業構造転換を速める有効な手段である。ともすれば軽視されていたこの論理をあまねく再認識することが求められている。

(注)

- 1)通産省「工業統計表」による。
- 2)東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」による企業倒産件数を記載している。
- 3)日銀「主要企業短期経済観測」による。対象は製造業主要企業。
- 4)日銀「主要企業経営分析」による。対象は製造業主要企業。
- 5)資源エネルギー庁「総合エネルギー統計」による。
- 6)1974年末時点の全国銀行貸出約定平均金利(日本銀行による)は9.37%であった。
- 7)出所、対象とも注4と同じ。
- 8)限界利益は、1単位の売上増加によってもたらされる粗利益を意味し、売上高-変動費で計算される。
- 9)ここでいう輸出型製造業は、鉄鋼、一般機械、電気機械、自動車、造船、精密機械とした。
- 10)ここでは、企業の内部留保増加額と減価償却実施額を合算したものをキャッシュフローとみている。
- 11)米国大企業のROEは、総資産10億ドル以上の製造業平均、税引き後の数値。商務省「Quarterly Financial Report」による。
- 12)その他販売管理費は、本社等の間接部門における旅費交通費、事務用品費、保険料、交際費などの費用であるが、財務諸表から詳細な構成までは数値分析することはできない。
- 13)企業の資産を本業・本業外と完全に峻別できる訳ではないが、ここでは本業外事業のための資産を「現預金、短期保有有価証券、投資その他固定資産」とし、その他を本業のための資産としている。
- 14)総投資額は、各期間における資金運用額(投資額)の合計。ここでは総資産の残高増減額に減価償却費を加えた額としている。
- 15)財務諸表規則では関係会社等の考え方を規定している。すなわち、子会社は親会社が50%を超えて株式を保有している会社、関連会社は同じく20%以上50%以下の株式を保有している会社、そして、子会社、関連会社、および親会社を3

者含めて関係会社と呼んでいる。

16)こうした投資有価証券の増加は、リストラの成果が現れていないことだけでなく、企業の「株式含み益出し」の影響も少なくないと考えられる。前述のように特別利益で多額のその他資産処分益を計上しているが、実際には企業が投資有価証券(株式)を売却し含み益を実現すると同時に相当の同一銘柄株式を購入することによる「株式含み益出し」行動が、バランスシート上では投資有価証券の残高(簿価)を高めている可能性が高い。

17)ここでいう付加価値額は、経常利益・人件費・金融費用・賃借料・租税公課・減価償却費の合計額。

18)ここでいう労働分配率は、付加価値額に対する人件費総額の比率。

19)ここで試算に用いたリスクプレミアムは、長期金利(長期国債流通利回り)に対し2%としている。

20)勝又壽良「日本企業の破壊的創造」東洋経済新報社、1994年、による。

(図表の付注)

(表-2、3) 総資産経常利益率の変動要因分析:

総資産: W、売上高: S、経常利益: π 、変動費: V、人件費: J、減価償却費: D、金融費用: K とすると、

全微分を行うことにより、

$$\Delta(\pi/W) = \Delta(S/W * \pi/S) \approx \Delta(S/W) * \pi/S + \Delta(\pi/S) * S/W$$

$$= \Delta(S/W) * \pi/S + \Delta((S-V-J-D-K)/S) * S/W$$

$$\approx \Delta(S/W) * \pi/S - \Delta(V/S) * S/W$$

(総資産回転率要因) (変動費比率の要因)

$$- \Delta(J/S) * S/W - \Delta(D/S) * S/W$$

(人件費比率の要因) (減価償却費比率の要因)

$$- \Delta(K/S) * S/W$$

(金融費用比率の要因)

(図-11、12) 国内・輸出別利益率の試算方法:

売上数量(Q) = 国内向け売上数量(Qd) + 輸出向け売上数量

(Qe)、売上高(P*Q) = 国内向け売上高(Pd*Qd) + 輸出向け

売上高(Pe*Qe)、国内向け製品、輸出向け製品のコストがす

べて売上数量按分で決定されると仮定すれば、国内製品の

コスト(Cd) = 総コスト(C) * (Qd/Q)、輸出製品の

コスト = C * (Qe/Q)、

従って国内部門・輸出部門の利益率は、 $\pi d = (Pd * Qd) / Cd$ 、

$\pi e = (Pe * Qe) / Ce$ 。

なお、この試算では1980年から82年までの国内利益率、輸出利益率を同一とみなしており、得られた数値は絶対的な利益率水準を示すものではない。

(表-15) ROE低下要因の算出方法:

総資産: W、売上高: S、株主資本: E、当期利益: π とすると、

全微分を行うことにより、

$$\begin{aligned} \Delta(\pi/E) &= \Delta(\pi/S * S/W * W/E) \\ &\approx \Delta(\pi/S) * S/E && \text{(売上高利益率の低下)} \\ &+ \Delta(S/W) * \pi/S * W/E && \text{(総資本回転率の低下)} \\ &+ \Delta(W/E) * \pi/W && \text{(自己資本比率の上昇)} \end{aligned}$$

(図-16) 売上高の変動要因の算出方法:

全微分を行うことにより、 Δ 売上高 = Δ (販売数量 * 販売単価)
 $\approx \Delta$ 販売数量 + Δ 販売単価より、 Δ 販売数量、 Δ 販売単価をそれぞれの変動要因と考え算出している。

(図-18) 固定費単価の算出方法:

サービス価格(平均)は「企業向けサービス価格指数」、一人当り人件費は労働省「毎月勤労統計」(賃金指数、製造業、季節調整値)、製品販売価格は日銀「投入産出物価指数」(製造業総合)による。

(図-19) 事業利益率、事業外利益率の算出方法:

本業外事業の資産 = 現預金 + 短期保有有価証券 + 投資その他固定資産、本業の資産 = 総資産 - 本業外事業の資産、として、
 事業外利益率 = (受取利息・割引料 + 受取配当金 - 支払利息割引料 * 本業外事業のための資産 / 総資産) / 本業外事業のための資産、
 事業利益率 = (営業利益 - 支払利息割引料 * 本業事業のための資産 / 総資産) / 本業外事業のための資産、により算出した。

(図-20) 関係会社向け投融資収益率の算出方法:

関係会社向け貸付の収益率 = 関係会社からの受取利息割引料 / (関係会社の貸付金・有価証券残高 + 関係会社分の受取手形割引高)、関係会社向け株式の収益率 = 関係会社からの受取配当金 / (関係会社の株式保有残高)

(図-25) 分配率の算出方法:

労働分配率 = 人件費 / 付加価値額 = 人件費 / (経常利益、人件費、金融費用、賃借料、租税公課、減価償却費)
 自己資本分配率 = 税引後当期利益 / 付加価値額、
 株主分配率 = 当期総支払配当金 / 付加価値額

(図-27) 必要な経常利益水準の試算方法:

必要な経常利益水準は、長期金利 + リスクプレミアムを達成

できるような水準として、以下の式により算出。

ROE維持に必要な経常利益水準 = (長期金利(直近2年間の平均) + リスクプレミアム(ここでは2%)) * 2 (法人税分を税引き前へ修正)

(図-30) 企業の利益成長パターンの試算方法:

必要な経常利益水準は図-27で算出された数値で、94年度以降は93年度の金利水準を延長して作成している。

予想される経常利益水準は以下のような前提により試算している。

固定費削減率: 各年とも前年度比2%減

売上高増加率: 94年度(0.8%増)、95年度以降(2%増)

変動費増加率: 各年とも売上高増加率と同一とした。

(参考文献・資料)

1. 中村隆英「日本経済その成長と構造」、東京大学出版会、1993年
2. 篠原三代平、「戦後50年の景気循環」、日本経済新聞社、1994年
3. 松本和男「企業収益と企業金融」、日本経済新聞社、1986年
4. 日本経済新聞社「昭和の歩み 日本の経済」、「昭和の歩み 日本の産業」、日本経済新聞社、1988年
5. トム・コーブランド、ティム・コラー、ジャック・ミュリン「企業評価と戦略経営」、日本経済新聞社、1993年
6. 勝又壽良「日本企業の破壊的創造」東洋経済新報社、1994年
7. 井手正介「日本の企業金融システムと国際競争」、東洋経済新報社、1994年
8. 伊藤邦雄「ゼミナール現代会計入門」、日本経済新聞社、1994年
9. 渡辺茂「ROE革命」、東洋経済新報社、1994年
10. 大庭清司・山本功「戦略財務マネジメント」、日本経済新聞社、1994年