

## 最近における企業収益の動向について

### 〔要 旨〕

1. 第2次石油危機後の主要企業の収益は、第1次石油危機後同様減益を余儀なくされたが、これまでのところ総じて大きな崩れはみられず、第1次石油危機後収益が大幅に落込み長期低迷を余儀なくされたのとは際立った対照をなしている。
2. こうした収益基調の底固さを支えてきた要因としては、第2次石油危機に際しての各経済主体の冷静な対応を背景に労働分配率が極めて安定した推移をたどり輸入インフレの国内インフレへの転化が回避されえたことがまず挙げられるが、ミクロ的にはなんといってもこれまでの厳しい減量・合理化努力により企業収益の低成長耐久力が強まっていることが大きい。第1次石油危機後一貫して進められた企業の減量・合理化努力は投入原単位の低下、人件費の安定、借入圧縮等による金融費用の低下等をもたらしたが、これには省力、省エネ、新製品開発を中心とした設備投資の効果顕現も大きく寄与している。また同時にこうした設備投資効果に支えられた企業収益の底固さが今次景気調整下において大企業を中心とした独立的な設備投資を下支えているといった側面も見逃せないところである。
3. 企業の収益基盤を評価するにあたっては、在庫評価および固定資産償却といった企業の資本ストック面に対する物価変動の影響を勘案する必要があるが、こうした要因を調整した実勢収益の動きはこのところの物価安定を映じて底固く推移している。このことは物価安定が企業収益を軸とする経済バランス維持に極めて重要であることを物語っている。
4. 一方、内部留保や自己資本等収益のストック面をみても、①期間損益の底固さに加え、②資本の効率利用や、③社内留保重視の決算態度、時価発行増資の増加といった企業の財務政策もあって漸次厚みを増している。またかかる財務体質の強化が企業の利回り重視の資産運用姿勢とも相まって金融収支の改善に貢献している。
5. 企業経営をめぐる内外環境はこのところ厳しさを増しており、本年度上期の収益は悪化が見込まれている。とりわけ為替市場における円安地合いが素材業種や電力を中心に収益圧迫要因として働いていることには留意を要する。ただ総じてみるとこれまでの企業の低成長適応努力により過去にみられたような赤字企業続出といった深刻な事態に陥るおそれは当面少ないとみられる。
6. 厳しい内外情勢の下で企業収益基盤の安定を維持するためには、企業の合理化ないし新製品開発へ向けての積極的対応が引続き望まれるが、こうした企業努力が結実するためのマクロ的条件の要は資金と生産性の均衡に支えられた物価の安定基調維持にあると思われる。

## 目 次

### はじめに

1. 第2次石油危機後の企業収益の推移と特色
2. 企業収益底固さの背景
  - (1) 企業収益をめぐるマクロ的諸要因
  - (2) 減量経営努力とその成果  
(企業のコスト構造の変化と低成長への適応)  
(設備投資の収益効果)
  - (3) 物価安定の収益面への効果

### 3. 財務体質の改善と経営基盤の安定化

- (1) 自己資本比率の回復
- (2) 実勢内部留保の動向
- (3) 金融収支率の改善と収益効果

### 4. 当面の展望等

### はじめに

わが国経済は53年末以降の石油価格大幅上昇に端を発した調整局面から未だ脱却し切れない状況が続いている。昨秋にかけて在庫調整がおおむね一巡した後も、国内需要は一進一退を続け、そこへ世界経済の停滞を映じた輸出の急速かつ大幅な減少に見舞われ、景気はこのところ停滞色を濃くしている。このような内外需要の鈍い展開のなかにあつて企業マインドは、一頃に比し不透明感を強めているが、少なくともこれまでのところは総じて大きな崩れを示していないようにうかがわれる。これには金融緩和の浸透、物価の落ち着き等経営環境が比較的安定しているという事情のほか、なんといってもこれまでの厳しい減量、合理化努力により企業収益面での低成長耐久力が強まっていることが基本的背景となっていると考えられる。本稿は最近における企業収益の動きを主要企業を中心に分析するとともに、企業の財務体質の変化について若干の検討を試みたものである。

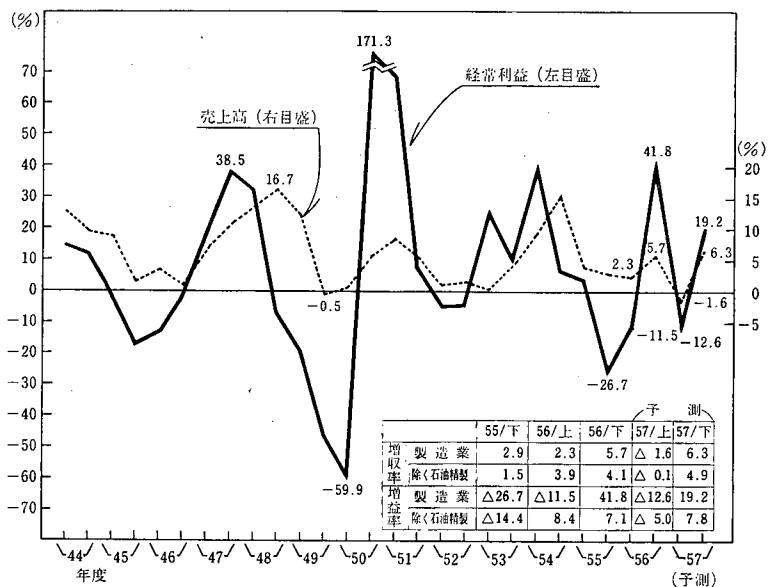
### 1. 第2次石油危機後の企業収益の推移と特色

まず第1次石油危機以降最近までの企業収益の推移を、日本銀行「主要企業短期経済観測」により概観してみよう(第1、2図)。

主要企業製造業の経常利益は、第1次石油危機発生後、個人消費、設備投資などが極度の不振を続けるなかで、49、50年度の2年に亘り著減を示した。その後51年度には輸出の増勢等を背景に企業収益は急回復を示したものの、52年度には再び短

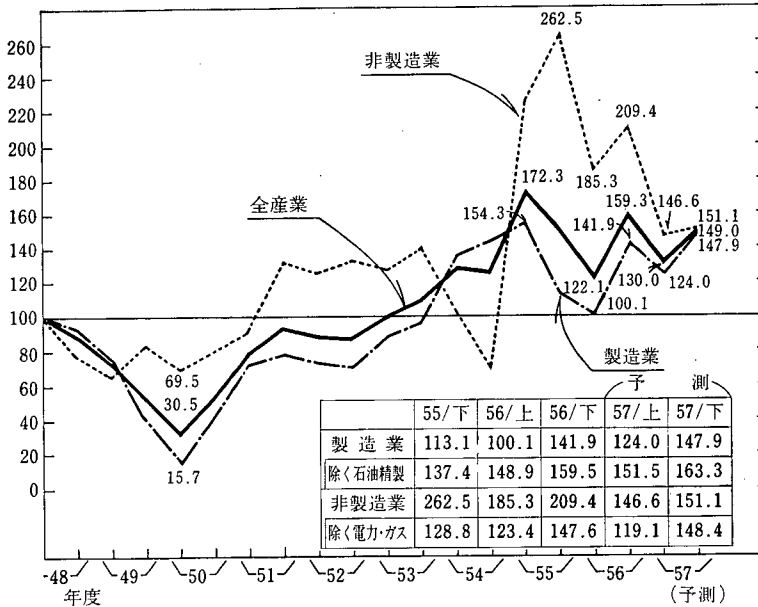
〔第1図〕

経常利益・売上高の推移(製造業・前期比)



〔第2図〕

経常利益水準の推移(48/上期=100)



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。57/上、下期は8月調査による予測。

期的足踏みを記録し、53年度に入ってから個人消費、設備投資等民間需要の自律的回復を背景にようやく改善傾向を強めるに至った。そうしたところへ第2次石油危機が発生、企業収益も55年度から56年度にかけて再び悪化した。すなわち、わが国経済は53年末から55年にかけて断続的に実施された原油価格上昇の影響を受け55年春以降調整局面に入った。実質所得の伸び悩みを背景として個人消費、住宅投資といった家計支出が低迷するなかで在庫調整が進展するなど、景気の展開はごく緩やかなものにとどまった。こうしたなかで、企業収益も漸次悪化傾向をたどり、55年度下期および56年度上期は52年のミニ調整期以来3年振りの減益を余儀なくされた。その後、56年度下期は、在庫調整一巡に伴う生産の持直しや前期大幅

減益をみた石油精製の収益回復もあって、3期振りに増益に転じた。

このように、第2次石油危機後の企業収益は第1次石油危機後同様減益を余儀なくされたが、その減益の程度をみると、幅および期間の両面においてこれまでのところ比較的軽微にとどまっている点がひとつの特徴である。すなわち、前回は、48年度下期以降4期連続、通計8割もの大幅減益であったのに対し、今回はこれまでのところ55年度下期以降2期の減益にとどま

り、通計減益幅も4割弱と前回の半分以下となっている。これを経常利益率でみても、前回は48年度上期6.05%→50年度上期0.76%と急落したのに対し、今回は54年度上期4.77%→56年度上期2.86%と前回ほどのシャープな落込みは回避され、その後56年度下期の利益率も3.84%と53年度当時を上回るまでに回復をみた。さらに赤字企業割合でみても、前回収益ボトム時の50年度上期には2社に1社が赤字という状態にあったのに対し、今回(56年度上期)は5社に1社にとどまっており、56年度下期にはさらにその割合が低下している(注1)。なお、57年度上期には輸出不振や製品在庫調整の動きを背景に再び減益となる見込みであるが、赤字企業の割合が大幅に上昇するとはみられていない。

(注1)

経常利益赤字企業の割合(製造業)

(構成比・%)

	前回石油危機後						今回石油危機後					
	49/上	下	50/上	下	51/上	下	55/上	下	56/上	下	(予測) 57/上	(予測) 下
製造業	6.6	23.4	46.0	36.3	27.1	25.1	11.8	17.8	22.3	15.5	16.3	5.4

日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。57/上、下期は8月調査による予測。

この間、収益動向を素材、加工業種別にみると(第3図)、加工業種のみならず素材業種にあって、今回の収益悪化幅は前回に比べ軽微なものにとどまったことが特徴的である。すなわち、加工業種では昨秋までの輸出好伸に支えられ、56年度下期までは目立った収益悪化はみられず、第1次石油危機後の経常利益率の大幅低下(47/下6.07%→49/下3.02%)とは対照的な動きとなっている。また、原油価格上昇の影響を直接に被った素材業種にあって、前回は石油精製、鉄鋼、非鉄、繊維、紙・パの5業種が赤字に転落し全体でも経常欠損を余儀なくされたのに対し、今回赤字化したのはこれまでのところ石油精製、紙・パの2業種に限られ、また全体の利益率水準も56年度下期には2.70%にまで回復をみた。

また、非製造業の収益動向をみると、製造業と同じく、第1次石油危機後に比べて今回の方

が相対的に良好な収益パフォーマンスを示している(第2図)。これには、製造業同様企業の減量、合理化努力が基本的背景となっているが、その他前回は行政面から抑制された石油価格上昇の電力、ガス料金への波及が今回はプライスメカニズムを活用して比較的合理的なカタチで行われたことから、電力・ガスといった業種の収益が相対的に安定していたことも寄与していると思われる。

## 2. 企業収益底固さの背景

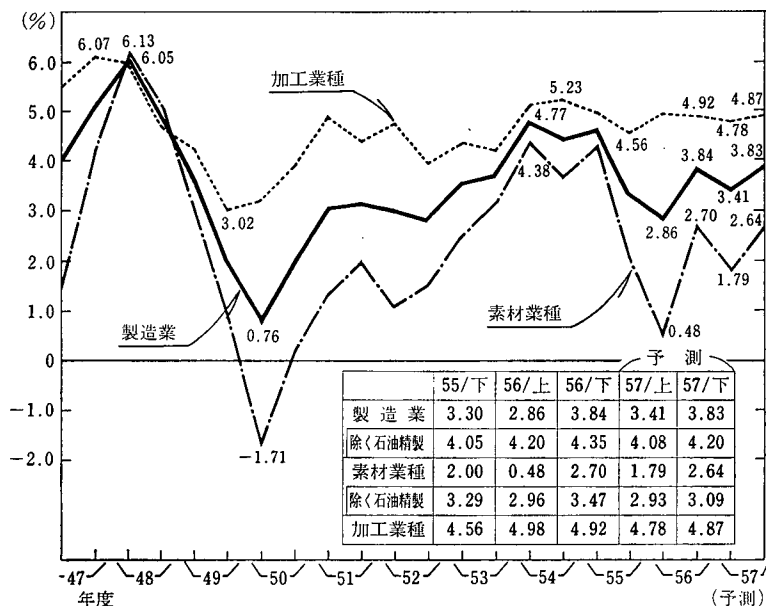
### (1) 企業収益をめぐるマクロ的諸要因

以上のように第2次石油危機後の企業収益は総じて底固く推移してきたが、こうした収益動向の背景を探る手懸りとしてまず企業収益をめぐるマクロ的諸要因を第1次石油危機後との対比を中心にごく簡単にみておこう(第4図)。

第2次石油危機に伴う交易条件の悪化は第1次石油危機とほぼ同程度のものであり、従ってこれによる産油国への実質所得移転の規模も前回石油危機に匹敵するものであった。こうしたことを主因に経済成長率は、機動的な政策発動の効果もあって前回ほどドラスチックな下降こそ避けられたものの、第2次石油危機後を通じてみると前回に比べむしろ一段と低下をみている。このような厳しい条件下、企業収益がなお底固さを維持することができたのは、次節で敷衍するような各企業の経営努力によるところが大きいのが、マクロ的には前回の轍を

〔第3図〕

素材・加工業種別経常利益率の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。57/上、下期は8月調査による予測。

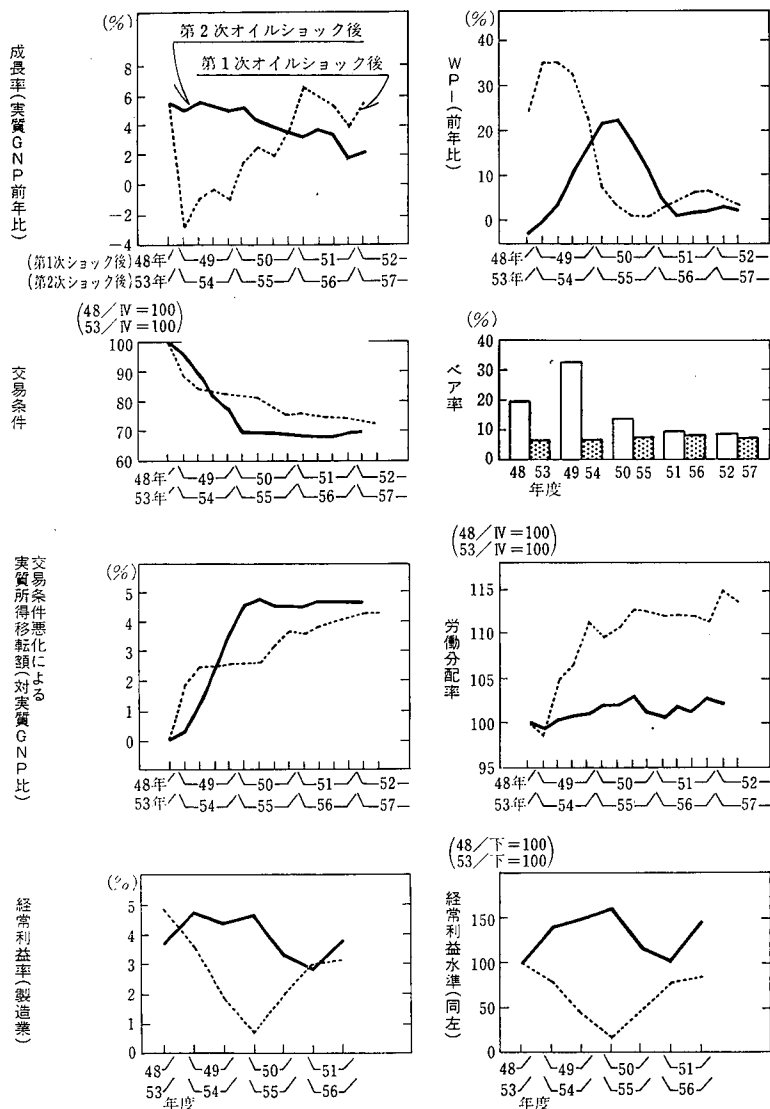
2. 素材・加工業種区分は以下のとおり(特に断らない限り以下同様)。

素材業種……繊維、紙・パ、化学、石油精製、窯業、鉄鋼、非鉄。

加工業種……食料品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、その他製造業。

〔第4図〕

## 企業経営をめぐる諸要因



- (注) 1. 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「卸売物価指数」、「主要企業短期経済観測」より作成。
2. 交易条件  $= \frac{P_x}{P_m}$  (GNPベース、季節調整済)
3. 交易条件悪化による実質所得移転額  $= \frac{P_x \cdot X - P_m \cdot M}{P_d} - \frac{\overline{P_x \cdot X - P_m \cdot M}}{\overline{P_d}}$   
 (Px: 輸出等デフレーター、X: 実質輸出等、Pd: 国内需要デフレーター、  
 Pm: 輸入等デフレーター、M: 実質輸入等、一を付した変数は基準時点の  
 値、いずれも季節調整済)
4. 労働分配率  $= \frac{\text{雇用者所得}}{\text{国民所得}}$ 、ただし、56/4～6月以降は国民所得にかえ名目GNPにより推計。

を背景に労使双方が産油国への所得移転に対応した節度ある態度をとったことから、春闘ベア率がモダレートなものにとどまるなど、前回のようなホームメイドインフレーションへの転化は回避し得た。この結果、労働分配率は極めて安定した推移をたどり前回とは鋭い対照を示した。ちなみに、石油危機発生時と2年後の労働分配率を比較すると、前回は7.7%ポイントの急上昇となったのに対し、今回は1.3%ポイントとほぼ横ばい圏内の動きにとどまっており、企業と家計とが相応に石油危機の負担を分かち合ったかたちとなっている。

## (2) 減量経営努力とその成果

以上のような減速経済下における労働分配率の安定、ホームメイドインフレーションの回避が企業収益を支えたマクロ的条件であるが、ミクロ的には、第1次石油危機後の企業の一貫した厳しい合理化努力の成果が累積的に顕現化していることが大きい。

(企業のコスト構造の変化と低成長への適応)

まずいわゆる減量経営の収

踏まぬよう各経済主体が第2次石油危機に対し冷静な対応を示したことが寄与している。すなわち、今回は金融・財政両面からの機動的な引締め措置

益効果について計数的に概観しておこう(第1表)。今回景気調整過程における収益悪化の主因は前回と同様原油価格上昇に伴う企業の投入・産

(第1表)

売上高経常利益率の要因分解

		製造業(素材+加工)		素 材 業 種		加 工 業 種	
		48年度 →50年度	54年度 →56年度	48年度 →50年度	54年度 →56年度	48年度 →50年度	54年度 →56年度
売上高経常利益率(%)		6.23 →1.33	4.88 →4.31	6.59 →△1.08	4.74 →3.17	5.93 →3.72	5.71 →5.99
変 化 幅(%ポイント差)		△ 4.90	△ 0.57	△ 7.67	△ 1.57	△ 2.21	0.28
寄与度・%ポイント(△減益要因)	変 動 費 比 率 変 化 幅	△ 2.72	△ 0.91	△ 4.21	△ 1.72	△ 0.76	△ 0.48
	交 易 条 件 要 因	△ 2.45	△ 1.85	△ 4.17	△ 3.51	△ 0.55	△ 2.37
	投 入 原 単 位 要 因	△ 0.26	0.98	△ 0.01	1.75	△ 0.25	2.00
	固 定 費 比 率 変 化 幅	△ 2.18	0.34	△ 3.45	0.16	△ 1.46	0.76
	人 件 費 比 率 変 化 幅	△ 1.24	0.51	△ 1.42	0.13	△ 1.49	0.84
	実 質 賃 金 要 因	△ 1.50	△ 0.71	△ 1.28	△ 0.70	△ 1.69	△ 1.14
	労 働 生 産 性 要 因	0.22	1.24	△ 0.19	0.82	0.17	2.02
	雇 用 者 数 要 因	△ 0.03	0.00	0.11	0.52	0.03	△ 0.48
	金 融 費 用 比 率 変 化 幅	△ 1.17	△ 0.08	△ 1.79	△ 0.37	△ 0.74	0.03
	金 利 要 因	△ 0.82	△ 0.64	△ 0.97	△ 0.91	△ 0.58	△ 0.42
	有 利 子 負 債 残 高/売 上 高	△ 0.52	0.45	△ 1.10	0.36	△ 0.25	0.37
	減 価 償 却 費 比 率 変 化 幅	0.10	△ 0.08	△ 0.04	0.04	0.14	△ 0.32
	減 価 償 却 費/有 形 固 定 資 産 残 高	0.11	△ 0.18	0.32	△ 0.22	△ 0.07	△ 0.15
	有 形 固 定 資 産 残 高/売 上 高	△ 0.02	0.08	△ 0.41	0.24	0.21	△ 0.19
	そ の 他 固 定 費 比 率 変 化 幅	0.14	0.00	△ 0.20	0.37	0.63	0.20

(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」、「製造業部門別投入産出物価指数」等より作成。なお、56年度については、日本銀行「主要企業短期経済観測」(57/8月調査)により延長推計。

2. 素材・加工業種区分は以下のとおり。  
素材業種…繊維、紙・パ、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄。  
加工業種…一般機械、電気機械、自動車、精密機械。

3. 売上高経常利益率の要因分解は以下のとおり。

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right)=\alpha((P_0/P_1)-k)+\beta(a-w)-\gamma(i+b)-\delta(d+f)-\epsilon$$

ただし、 $\pi$ =経常利益、 $S$ =売上高、 $P_0$ =産出価格、 $P_1$ =投入価格、 $k$ =投入原単位(投入数量/売上数量)  
 $a$ =労働生産性、 $w$ =実質賃金、 $i$ =金利(=金融費用/有利子負債残高)  
 $b$ =有利子負債残高/売上高、 $d$ =減価償却費/有形固定資産残高  
 $f$ =有形固定資産残高/売上高  
 $\alpha$ =売上高変動費比率、 $\beta$ =売上高人件費比率、 $\gamma$ =売上高金融費用比率、 $\delta$ =売上高減価償却費比率  
 $\epsilon$ =売上高その他固定費比率

出価格比率の急騰といった交易条件の悪化にあるが、その他の収益変動要因についてはかなり様相を異にしている。

すなわち、まず変動費についてみると、企業の

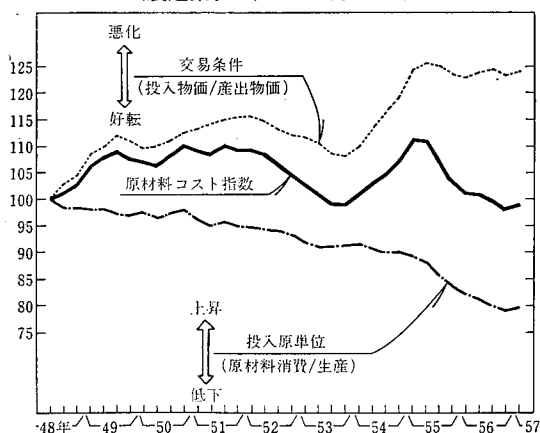
「もの」の面での減量努力を示す投入原単位の動き(第5図)は、第1次石油危機直後の48~50年度辺りは横ばい圏内の動きで推移したのに対し、今回(54~56年度)は企業の省エネルギー、合理化や

製品の高付加価値化等各方面にわたる経営努力の効果が顕現化するなかで加速度的低下をみており、収益改善に大きく寄与していることが特徴である。こうした投入原単位の低下は、マクロ的な産業・需要構造の変化(機械工業等高付加価値産業のウエイト上昇、素材産業のウエイト低下等(注2))とも密接に関連したものであるが、何と云ってもマイクロベースでのこうした経営努力によるところが大きい。

一方、固定費についてその約4割を占める人件費の動向をみると(第6図)、今回は前回とは様変わりして落着いた動きを示している。

〔第5図〕

### 原材料コストの動向 (製造業、48/4～6月=100)



(注) 1. 通産省「通産統計」、日本銀行「製造業 部門別 投入産出物価指数」より作成。

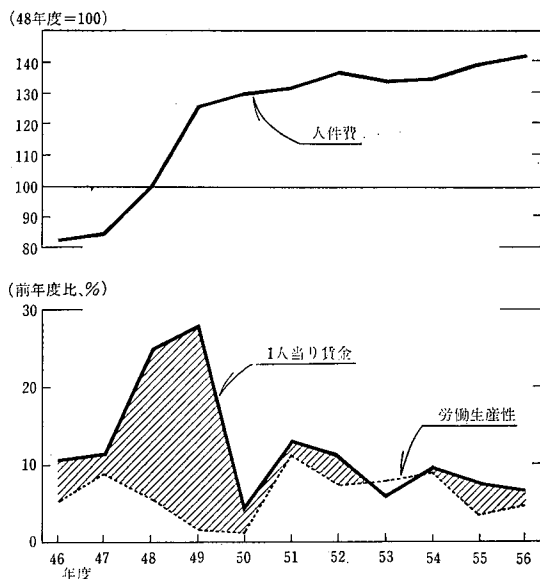
2. 原材料コストの分解式は以下のとおり。

$$\frac{P_t \cdot Q_t}{P_o \cdot Q_o} = \frac{P_t}{P_o} \times \frac{Q_t}{Q_o}$$

(原材料コスト) = (交易条件) × (投入原単位)  
 $(P_o: \text{産出物価} \quad Q_o: \text{生産量})$   
 $(P_t: \text{投入物価} \quad Q_t: \text{原材料消費量})$

これは、前回局面では49年の大幅ベア(32%)にみられるように賃金上昇が労働生産性の伸びをはるかに上回り、この結果企業収益を大きく圧迫する要因となったのに対し、第2次石油危機後には前述のように節度ある賃上げが行われたことから、生産性の伸びと賃金上昇率がバランスのとれたものとなったため、これが固定費全体の落着きに大きく寄与した。またこのような人件費落着きの背景には、常用雇用に比べ割安でかつ景気の

〔第6図〕 人件費の動向(製造業)



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」、製造業部門別投入産出物価指数より作成。

2. 人件費の分解式は以下のとおり。

$$\frac{WL}{O} = W \times \frac{1}{O/L}$$

(人件費) = (1人当り賃金) × (1/労働生産性)  
 $\left[ \begin{array}{l} W: 1人当り賃金, L: 雇用者数 \\ O: 実質売上高 (= 売上高/産出物価) \end{array} \right]$

3. 56年度は日本銀行「主要企業短期経済観測」(57/8月調査)により延長推計。

(注2) 鉱工業生産に占める業種別ウエイト(%、「通産統計」による)

	47年	56年
電気機械	10.9	19.2
一般機械	12.9	14.2
精密機械	1.3	4.2
化学(除く医薬品)	7.5	6.0
鉄鋼	6.4	5.3
非鉄	2.1	1.8
石油精製	2.4	1.7

局面でフレキシブルな対処が可能な臨時・日雇い等の比率を上昇させるといった企業の中長期的雇用方針も影響している(臨時・日雇いの雇用者全体に占めるウエイト:50年8.0%→56年9.5%)。こうした傾向を映じて、固定費的性格の強い常用雇用の基準内賃金が賃金全体に占めるウエイトは低下(同69.3%→67.2%)している反面、臨時・日雇いに対する支払や残業・ボーナスのウエイトが上昇(同30.7%→32.8%)しており、いわば人件費の変動費化が徐々に進行していることも見逃せない。

最後に金融コストの動向をみると(第7図)、金融引締めに伴う金利上昇は前回と同程度の減益要因となっているものの、在庫管理技術の向上等による企業の借入圧縮努力や内部留保の蓄積等を背景に有利子負債比率が低下をみており、こうしたことを主因に金融費用比率は51年度以降趨勢的に低下している。

以上のような多面的な企業の合理化努力を反映して企業収益面での低成長への適応が進んでおり、比較的低位の売上高の伸びでもある程度の収益を確保しうる企業体質を固めつつある状況にある。ちなみに、ある一定の売上高経常利益率(50年代平均の3.5%)を確保するために必要な売上高の伸びを試算すると、第8図のようにこのところ趨勢的に低下していることが分る。

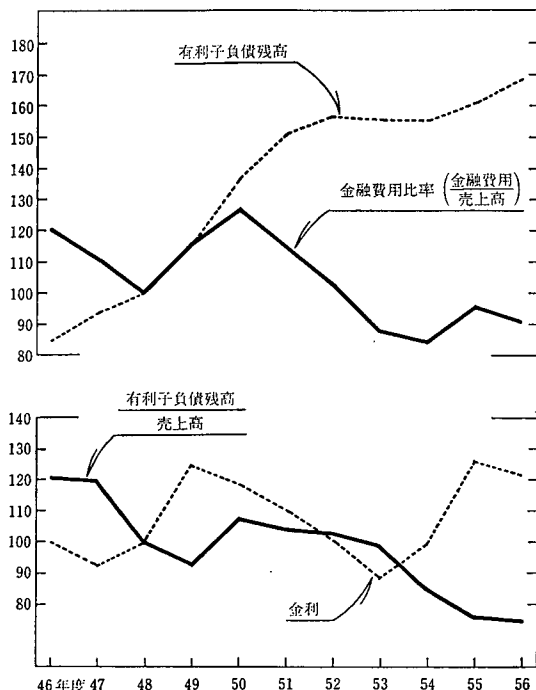
#### (設備投資の収益効果)

こうした減量、合理化の進捗は具体的には企業の省力、合理化投資を中心とした設備投資の効果顕現によるところが大きい。過去二度の石油危機により石油をはじめとするエネルギーのその他生産要素

に対する相対価格は大幅に上昇、この間労働の資本に対する相対価格も趨勢的な上昇をみたことから、エネルギー、労働から資本への代替インセン

〔第7図〕

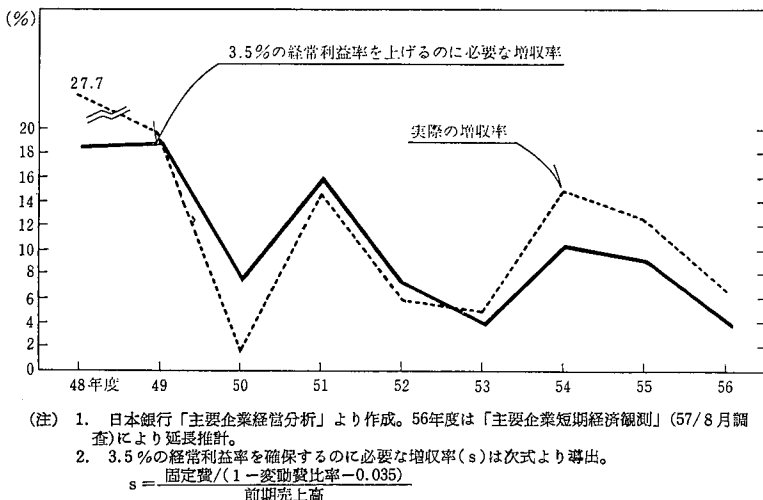
#### 金融費用の動向(製造業、48年度=100)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。56年度は日本銀行「主要企業短期経済予測」(57/8月調査)により延長推計。  
2. 有利子負債残高は期初、期末平均。

〔第8図〕

#### 増収率の推移(製造業、除く石油精製)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。56年度は「主要企業短期経済予測」(57/8月調査)により延長推計。  
2. 3.5%の経常利益率を確保するのに必要な増収率(s)は次式より導出。  
$$s = \frac{\text{固定費}}{\text{前期売上高}} \div (1 - \text{変動費比率} - 0.035)$$



ティプを高め(第9図)、石油をはじめとするエネルギーや原材料ならびに労働の投入を相対的に減少させる一方、資本の投入を増加させる動き(省エネルギー、省力化投資の実行)が広汎化した。

それでは、このような省エネルギー、省力化等の合理化投資は現実に収益向上に対してどの程度寄与したのであろうか。企業収益はいうまでもなくその時々景気の局面によって大きく規定されるため、設備投資の収益改善効果それ自身を抽出することは困難であるが、ここではごく大雑把な見当をつけるため、原単位低下および労働生産性上昇による収益改善効果と設備投資との関係を点検してみた(第10図)。それによると設備投資比率と原単位低下ないし労働生産性上昇(いずれも3年間平均)双方ともに明瞭な正の相関関係をみるこ

とができる。景気上昇期には、企業は活発な設備投資を実施し、つれて労働生産性も上昇することはいわば自然の姿であるが、そうした景気サイクルの動きを割引いてみても両者の間にはかなり明確な相関関係があり、また設備投資と原単位向上には、構造的にはっきりした相関関係があるとみることができよう。省エネルギー、省力化等合理化投資は、一方において資本係数の上昇(資本の生産性低下)を通じて資本コスト上昇要因(収益圧迫要因)となるが、上記の相関関係から推して、こうした投資が投入原単位の低下(エネルギー生産性の上昇)と労働装備率( $\frac{\text{粗資本ストック}}{\text{雇用者数}}$ )の上昇を通じた労働生産性の上昇というかたちで全体としての収益改善に寄与したとみることが可能である。また逆にこうした設備投資効果に支えられた

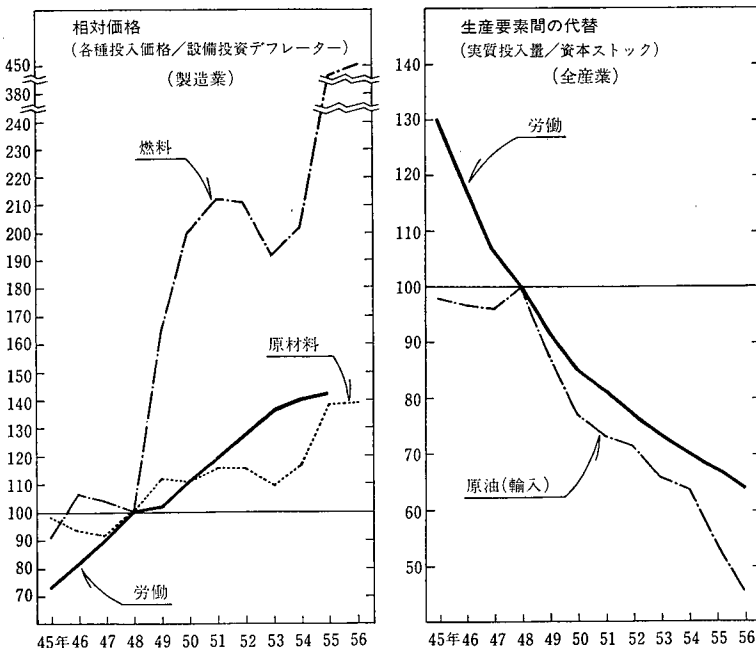
企業収益の底固さが今次景気調整下において大企業を中心とした独立的な設備投資を下支えしてきたという側面も見逃せないところである。

### (3) 物価安定の収益面への効果

物価動向は投入・産出価格の変動というかたちで企業収益に対しダイレクトに影響を及ぼすことは言をまたないが、その他①在庫評価および②固定資産の償却といったいわば企業の資本ストック面にもインパクトを与える。すなわち在庫評価については、インフレにより帳簿上の利益である在庫評価益が発生する反面、高価格の棚卸資産が残る結果、インフレ収束期には逸早く利益縮小を生ぜしめ

〔第9図〕

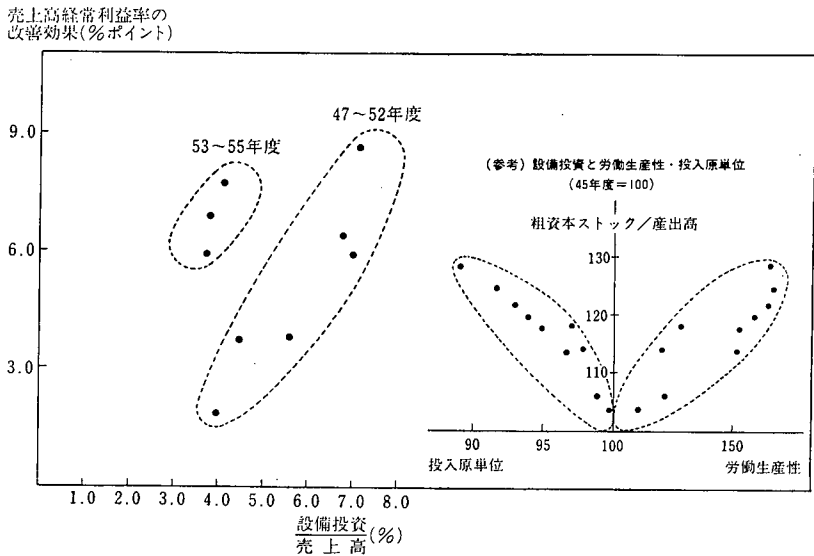
生産要素の相対価格と代替状況(48年=100)



- (注) 1. 通産省「工業統計表」(従業員30以上の事業所に関する統計。ただし50年以前は区分が異なり(20人以上)、51年以降とは連続しないため、伸び率等を用いて適及推計、日本銀行「卸売物価指数」等より作成。  
2. 各種投入価格は以下のとおり。  
労働：人件費/月末平均常用労働者数(工業統計表)  
原材料：製造業・投入物価(製造業部門別投入産出物価指数)  
燃料：C重油価格(卸売物価指数)  
3. 実質投入量については、各目録を相対価格算出の際用いたデフレーターで除して算出。ただし、労働投入については、「月末平均常用労働者数」を使用。

〔第10図〕

設備投資と企業収益（製造業）



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」、「主要企業短期経済観測」より作成。  
2. 収益改善効果は前出第1表をもとに投入原単位低下および労働生産性向上がもたらす売上高経常利益率改善寄与度を合計したもの(設備投資実施期を含め向う3年間の累計)。

(参考に対する注)

1. 経済企画庁「国民経済計算年報」、「民間企業資本ストック統計」より作成。  
2. 粗資本ストックは四半期末平均・取付ベース。  
$$\text{投入原単位} = \frac{\text{中間投入量}}{\text{産出量}}$$
$$\text{労働生産性} = \frac{\text{能力産出量(稼働率調整後)}}{\text{雇用者数}}$$

る。他方、固定資産償却の面では、インフレによる償却不足発生から、帳簿上利益が出ていても設備更新が困難となる。従って、企業の収益基盤を考える際は単に表面上の利益のみならず、物価変動によるこれらの歪みを修正した実勢収益の動きを点検する必要がある。こうした観点から、実勢収益率を試算し、表面利益率の動きと比較してみると(第11図)、47～48年度および54年度のインフレ高進期においては、償却不足が嵩むと同時に在庫評価益が増加したため、表面と実勢の乖離は大きく拡大した反面、52～53年度および55～56年度の物価安定期には、両者の乖離が縮小していることがわかる。就中55年度から56年度にかけては在庫評価益が小幅にとどまる一方、投資デフレーター鎮静を映じた償却不足額の大幅縮小が寄与し、実勢ベースの利益率は上昇傾向を続け、その水準は46年度以降のピークとなっている(実勢利益率54年度1.51%→56/下3.84%)。

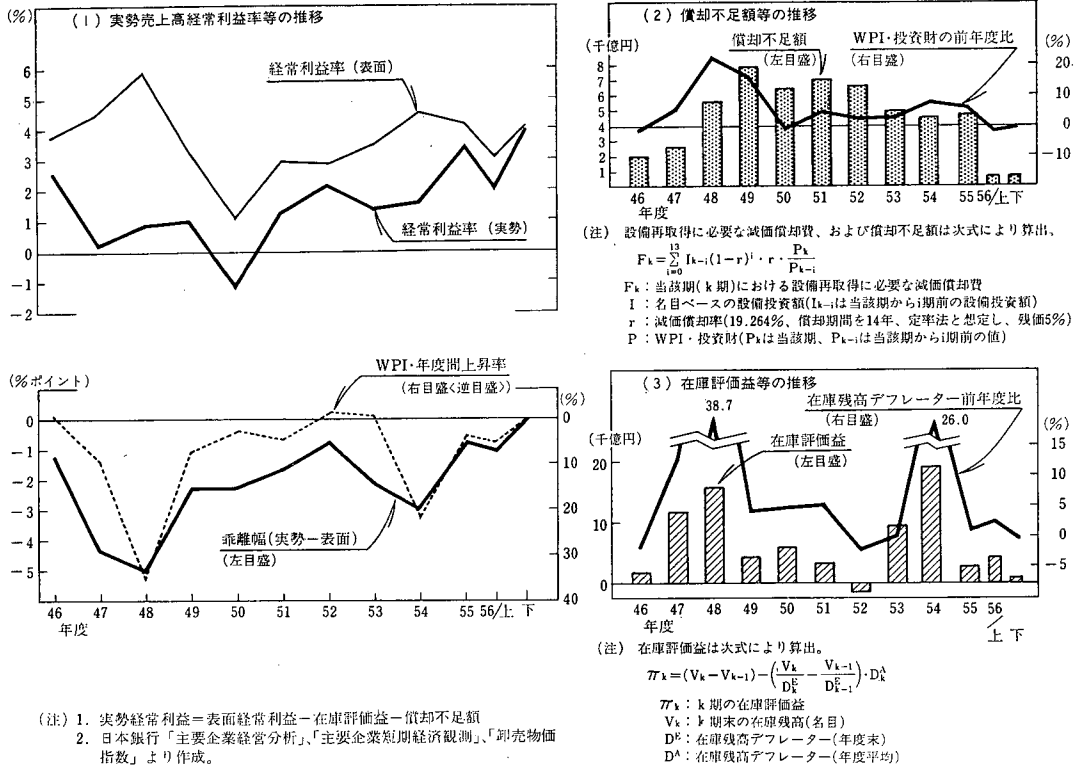
企業が投資の実行等経営の戦略を具体的に決定していく場合の土台となる企業収益は、こうした在庫評価および償却に対する物価のインパクトを勘案した後の実勢ベースの収益基調とみられ、これが前述のように底固く推移していることが、低成長にありながらも企業マインドがこれまでのところ大きく崩れていない基本的な背景となっていると思われる。このことは、物価の安定が企業収益を軸とする経済の基本的バランス維持に極めて重要であることを端的に示しているともいえよう。

3. 財務体質の改善と経営基盤の安定化

これまでみてきたように企業の期間損益は物価安定をはじめとする経営環境の安定と企業の減量努力が相まって底固く推移してきたが、次にこれをストック面からアプローチすることにより企業の財務体質の改善ないし経営基盤の安定化がどの程度進んでいるかを検討してみよう。

〔第11図〕

## 実勢企業収益の動向(製造業)

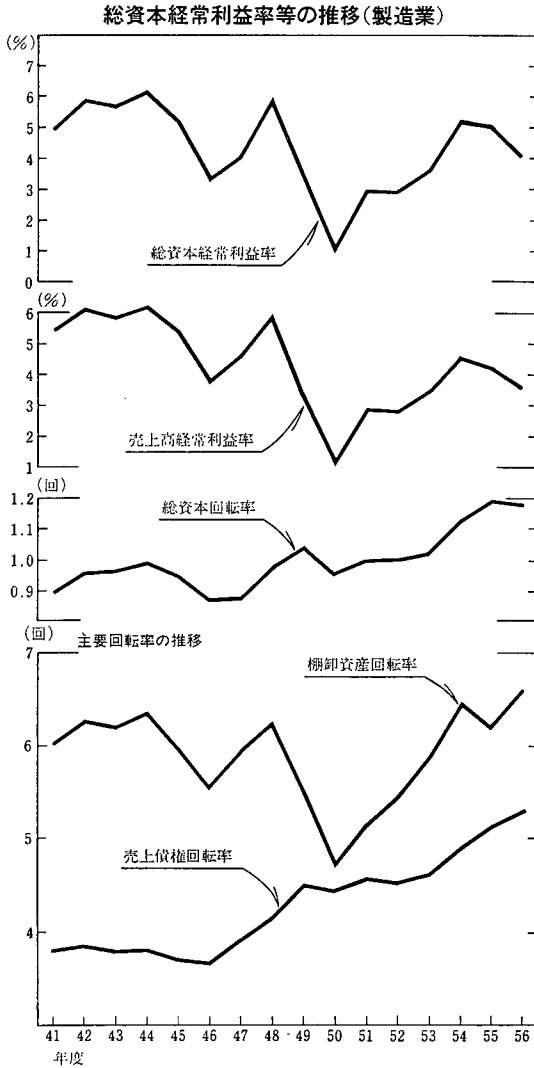


## (1) 自己資本比率の回復

まず企業の収益状況を、総資本経常利益率で見ると(第12図)、第1次石油危機後の50年度には1%弱にまで落込んだが、それをボトムに回復傾向をたどり最近では4~5%台と40年代の収益好調時に比肩するまでとなっている。こうした総資本経常利益率の向上には前述のような売上高経常利益率の改善に加え、総資本回転率の上昇といった資本利用の効率化の側面も無視し得ない。ちなみに、棚卸資産回転率をみると、企業の在庫管理技術の向上等により51年度以降大きく上昇、また売上債権回転率も趨勢的な上昇をみるなど、資本効率の向上を裏書きしている。こうした総資本利益率の改善を基礎に企業体力の基本である内部留保率ないし自己資本比率の向上が実現されていくこととなる。すなわち自己資本比率の推移をみると

(第13図)、40年代は低下の一途をたどっていたが、総資本利益率の回復と歩調を合わせ、50年度を境に反転上昇し、最近では40年代央のかなり高い水準にまで回復している。こうした自己資本比率の改善は、前述の期間損益の底固さが基本的な背景となっていることはいうまでもないが、このほか企業の社内留保重視の決算態度や時価発行増資の増加等もこれに寄与している。すなわち、まず社内留保率の推移をみると(第14図)、払込資本利益率が上昇傾向をたどっているにもかかわらず配当率を10%台とほぼ横ばいにとどめている結果、50年度をボトムに上昇傾向にある。また、時価発行増資については、51年以降かなりの増加をみており(東証1部上場企業48~50年平均104件531億円→51~56年平均130件864億円)、こうしたことも企業の自己資本比率の回復に貢献したと

〔第12図〕



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。56年度は日本経済新聞社「NEEDS」により延長推計。  
2. 上図の関係式は以下のとおり。

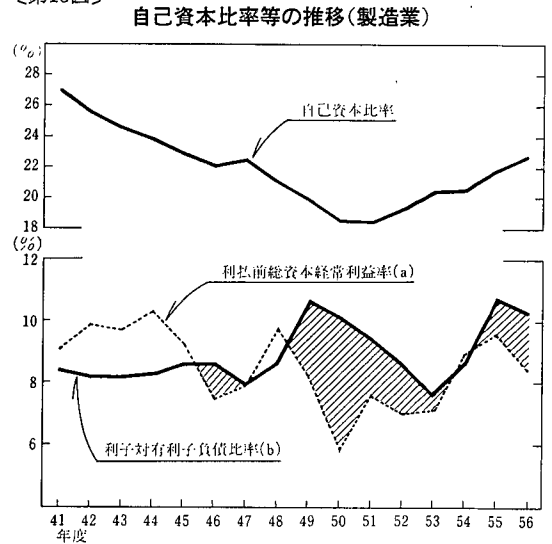
$$\text{総資本経常利益率} = \text{売上高経常利益率} \times \text{総資本回転率}$$

$$= \left( \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \right) \times \left( \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \right)$$

みられる(もっとも56年の時価発行増資急増には57年10月の商法改正による資本金組入れ比率変更実施前の駆込み増資も影響)。

このように自己資本比率は、期間損益の底固さに企業の社内留保重視姿勢等も加わってこのところ趨勢的に上昇傾向にあるが、こうした傾向を促

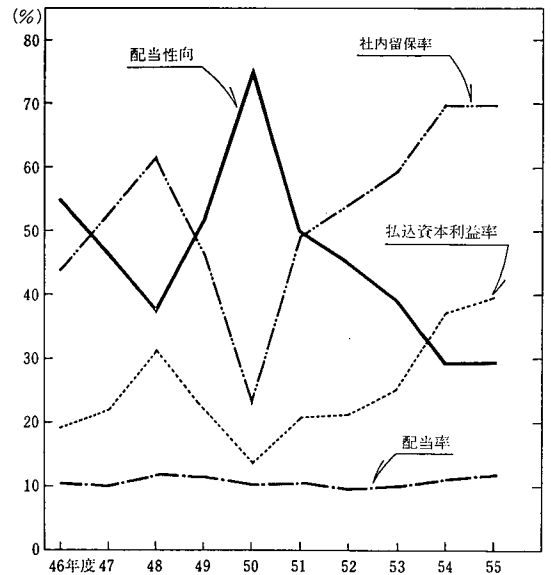
〔第13図〕



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。56年度は日本経済新聞社「NEEDS」により延長推計。  
2. 自己資本比率 =  $\frac{\text{自己資本(資本金+新株式払込金+資本準備金+利益準備金+その他の剰余金)+特定引当金}}{\text{総資本}}$   
3. 利払前総資本経常利益率(a) =  $\frac{\text{経常利益} + \text{金融費用}}{\text{前・当期末総資本} / 2}$   
4. 利子対有利子負債比率(b) =  $\frac{\text{金融費用}}{\text{前・当期末(短期・長期借入金+受取手形割引残高+社債未償還残高)} / 2}$

〔第14図〕

**社内留保率、払込資本利益率等の推移(製造業)**



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。  
2. 社内留保率 =  $\frac{\text{社内(当期)配当金} - \text{役員報酬(利益) - 中間配当額}}{\text{当期利益}}$   
配当性向 =  $\frac{\text{配当金} \cdot \text{中間配当額}}{\text{当期利益}}$   
配当率 =  $\frac{\text{配当金} \cdot \text{中間配当額}}{\text{期中平均払込資本金}}$   
払込資本当期利益率 =  $\frac{\text{当期利益}}{\text{期中平均払込資本金}}$   
すなわち、配当性向 = 配当率 / 払込資本当期利益率

した要因として、二度にわたる石油危機を経て経済成長が減速するなかで内外の不確実性が増大<sup>(注3)</sup>していることも見逃せない。かつての高度成長期にあっては企業の期待収益率は高くかつ収益実現の確率も高かったため、借入等外部負債の増加を梃子として利益を高めていく(いわゆるレバレッジ効果<sup>(注4)</sup>)インセンティブが強く働き、その結果として自己資本比率が趨勢的に低下したが、成長減速の過程で期待収益率が低下し、収益実現に関する不透明感が高まっている状況下では、企業経営の安定性といった観点からも利益率のフレを小さくするため負債比率の低下=自己資本の充実といったインセンティブが強まっているとみられる。

ちなみに利払前総資本経常利益率と金利との事後的な関係をみると(第13図)、第1次石油危機以前は総じて前者が後者を上回る状態を続けていたが、49年度以降は両者の関係が逆転し、レバレッジ効果がかつてのように機能し得なくなっていることを示唆している。

## (2) 実勢内部留保の動向

前記のように、企業の内部留保率は改善傾向を示しているが、こうしたストックとしての収益指

標についても期間損益と同様、物価変動に伴う歪みを調整した実勢内部留保を点検してみよう。いま表面の内部留保から、インフレによる償却不足累計額を控除する一方、償却対象資産の簿価を時価に引き直す等の手法により実勢内部留保を試算してみると(第15図)、48年度のピーク11%から52年度には6%台へと大幅な低下を示したが、その後は前述のような期間損益の改善等に加え物価安定に伴う償却不足の縮小が寄与し、漸次持直し傾向を強め、56年度には10%弱とほぼ石油危機前の47年度並みの水準まで回復している。このように、ストック面からみた企業の経営体質は、単に表面のみならず、実勢としてもかなり回復してきていることがうかがわれる。

## (3) 金融収支率の改善と収益効果

企業の「かね」の面での減量経営が有利子負債の縮減というかたちで進んでいることは既にみたとおりであるが、上述のような財務体質の改善、自己資本の蓄積を背景に余資運用益も企業の収益基盤強化に寄与しているようにうかがわれる。いま、企業の金融収益と金融費用との関係を示す金融収支率をみると、加工業種を中心に51年度以降顕著な改善を示していることがわかる(第16図)。

(注3) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」(57/4月)によると、「先行き需要見通しをめぐり不確定要因が第2次石油危機前に比し増加した」とみる企業が過半を占めている。

(注4) 自己資本利益率( $\pi$ )と負債対自己資本比率( $D/E$ )との間には以下の関係が成立する。

$$\pi = r + (r - i) \frac{D}{E}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \pi : \text{自己資本利益率}, i : \text{負債に支払う平均金利}, \\ r : \text{利払前総資本利益率}, D : \text{負債}, E : \text{自己資本} \\ \text{上記の式は} \quad \pi E = r(E + D) - iD \\ \quad \quad \quad \langle \text{利払後利益} \rangle \quad \langle \text{利払前利益} \rangle \quad \langle \text{利払額} \rangle \\ \text{から導出。} \end{array} \right.$$

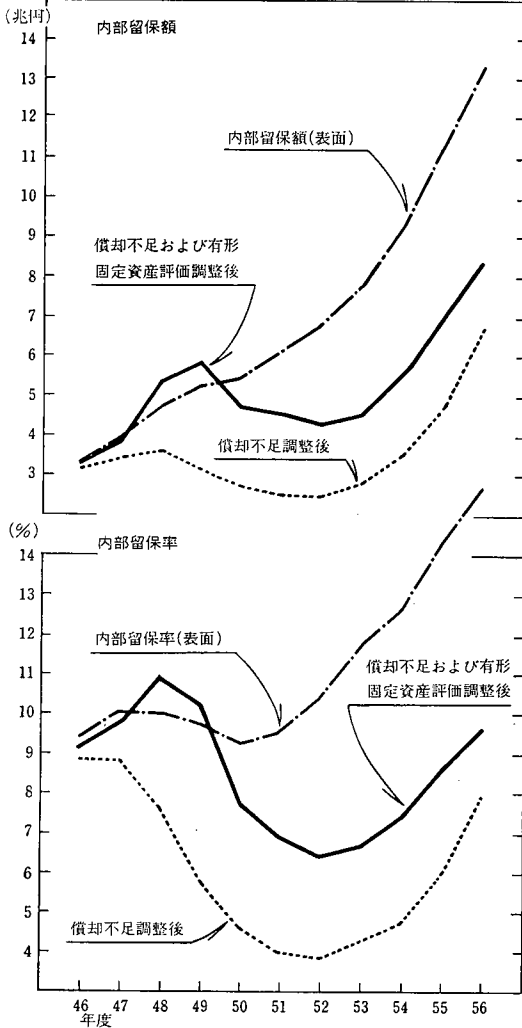
すなわち、利払前総資本利益率が平均金利を上回っている状況にある限り、負債比率が高い程自己資本利益率は高いという関係(leverage効果)がある。また、この場合  $i$  がリスクを伴わないのに対し  $r$  はリスクを伴うため不確実性が高まっている状況下では  $r-i$  のフレを通じて自己資本利益率自体のフレを大きくすることにもなる。従って、企業経営の安定性といった観点から企業は負債比率の低下=自己資本の充実に努めるインセンティブが生まれる。

ちなみに上式から自己資本利益率の期待値( $\mu$ )、標準偏差( $\sigma$ )を求めると、

$$\mu_{\pi} = \mu_r + (\mu_r - i) \frac{D}{E}$$

$$\sigma_{\pi} = (1 + \frac{D}{E}) \sigma_r$$

〔第15図〕 実勢内部留保等の推移



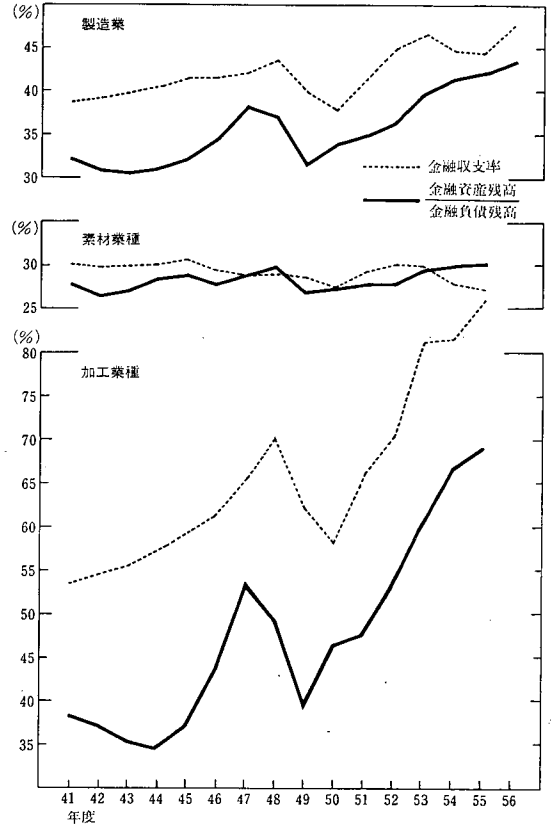
- (注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。56年度は日本経済新聞社「NEEDS」により延長推計。  
 2. 内部留保率=内部留保額/総資本  
 償却不足調整= (内部留保額 - 償却不足) / 総資本  
 後内部留保率= (内部留保額 - 償却不足) / 総資本  
 償却不足および有形固定資産評価調整後内部留保率= (内部留保額 - 償却不足 + 有形固定資産評価調整) / (総資本 + 評価不足額)  
 \* 内部留保額=資本準備金+利益準備金+その他の資本剰余金+任意積立金+当期末処分利益社内留保分  
 3. 償却不足累計額の算出方法は以下のとおり。  

$$G_k = \sum_{i=1}^k (F_i - D_i) \frac{P_k}{P_i}$$
 ただし、 $G_k$ : 45年度以降当該期(k期)までの償却不足累計額  
 $F_i$ : i期における必要償却額  
 $D_i$ : " 減価償却費  
 $P_i$ : " WPI投資財  
 $P_k$ : 当該期(k期)の "
 4. 有形固定資産評価不足額は以下の算式により求めた資産評価額から簿価を控除して計出。  

$$V_k = \sum_{i=0}^k I_{k-i} (1-r)^{i-1} \frac{P_k}{P_{k-i}}$$
 ただし、 $V_k$ : 資産再評価額  
 $I$ : 名目設備投資額  
 $r$ : 減価償却率(第11図(注)参照)  
 $P$ : WPI投資財

〔第16図〕

金融収支率等の推移(製造業)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。製造業の56年度は日本経済新聞社「NEEDS」により延長推計。  
 2. 金融収支率=金融収益/金融費用  
 金融資産=現金預金+短期保有有価証券  
 金融負債=借入金+社債

このような金融収支率の改善は、基本的には財務体質改善を背景とする金融資産負債比率の上昇(金融資産/金融負債、45~49年度平均41.8%→50~56年度平均44.0%)によるものであるが、これに加えて資産選択に際し企業の利回り重視スタンスが強まっている(調査月報 昭和56年9月号「最近の企業金融動向について」参照)ことを反映したものである。こうした動きは、近年金利の自由化措置の進捗に伴い、自由金利性商品への運用対象が増加したことをも映じたものであり、企業の自己資本蓄積努力とともに、かかる企業の利回り重視姿勢は今後とも趨勢的に強まるものと思われる。

る。このことは金利機能が借入コストおよび投資の機会費用としての余資運用利回りの変動に影響を及ぼして企業投資の変動を促すメカニズムが一段と強まっていくことを意味している。

#### 4. 当面の展望等

以上のように、第2次石油危機後の景気の流れの中で、企業収益は減量経営を軸とする企業の主体的努力を中心に、これまでのところ総じて底固さを維持してきており、第1次石油危機後にあって収益基盤が大きく崩れ長期低迷を余儀なくされたのとは際立った対照を示している。もっとも、最近の企業経営をめぐる環境は、世界経済の停滞長期化等を映じた輸出の落込みや国内需要の緩やかな展開、為替市場における円安地合等ますます厳しさを増しており、今57年度上期の主要企業(製造業)の経常利益は再び減益となる公算が大きい。企業収益の今後を占う要因には、内外景気の見通し、国際商品市況や為替相場の動向等が複雑に絡み合っており、また、素材、加工といった業種別や企業規模別の収益格差も見逃せないがここでは円安の企業収益に与える影響につき触れてみたい。すなわち、今次円安局面では石油をはじめとする国際商品市況の落ち着きに助けられ、為替相場変動のマクロ的影響を示す交易条件はこれまでのところ小康を得ているが、個々の業界別にみると、最近の円安進行が石油を中心とする素材業種や電力の収益動向に大きなインパクトを及ぼし物価上昇圧力を蓄積していることは看過できない。

また、円安による輸出数量増効果も海外景気停滞長期化や輸出規制等に制約されて大きく減殺されており、全体として円安進行は景気、企業収益に悪影響を及ぼしている。円安に伴う円貨手取増といった一時的利益(ウィンドフォールプロフィット)が存在することは確かであるが、これがこれまでの減量、合理化努力を鈍らせる要因として働くとするれば中期的な収益基盤強化という観点からみて問題であろう。

前述のように企業収益をめぐる内外環境はこのところ厳しさを増しており、つれて足もとの収益パフォーマンスも悪化が見込まれているが、これまでみてきたような企業の減速経済への適応努力の進展により、過去の景気後退局面にみられたように赤字転落企業が続出するといった深刻な事態に陥るおそれは当面少ないように思われる。もっともこうした見通し自体、多くの予期せざる要因に左右されようし、また上記の厳しい環境の急速な改善もなかなか困難である等の状況を勘案すると、かかる不透明かつシビアな時代を乗り越えて企業収益の安定を維持するためには、これまでの企業の積極的な合理化ないし新製品開発努力を一段と推進する「攻めの経営」が望まれるところである。また、こうした企業の一貫した合理化・創造努力が企業収益の向上をもたらすためのマクロ的条件は、なんといっても賃金と生産性の適正なバランスの上になった物価の安定持続であることは繰返すまでもない。