

景気回復下の企業経営動向について

——「62年度主要企業経営分析」から——

〔要 旨〕

1. 62年度の主要企業の経常利益は、内需主体の売上数量の増大効果に加え、為替円高の小幅化等に伴う在庫評価損の縮小効果もあって、製造業を中心に広範な業種にわたり顕著な回復を示した。これは、金融緩和の持続とそれを可能にした物価安定の下での内需主導型の景気回復という経営環境の好転の一方で、企業サイドの内需シフト、高付加価値化、合理化、さらには自己資本の充実といった構造改善努力が実を結んだものである。
2. この間、期間損益の好転を映じて内部留保がかなり積上がったうえ、資本市場からの調達増もあって自己資本比率が既往ピークを更新するなど、財務体質の強化も一段と進んでいる。とくに製造業(除く石油精製)では、輸出型業種を中心に62年度に初めて金融資産が金融負債を上回った。こうした財務体質の強化は、必ずしも借入金等外部負債に依存せずに積極的な実物投資を可能とするなど、弾力的な企業活動を可能にすると同時に、企業収益を下支えし、経営の安定化に資することとなる。
3. 企業の収益構造を過去の収益回復局面と比較してみると、50年代以降の不断の合理化努力を映じた低水準の売上高対主要三固定費比率や投入原単位の低下、さらには高水準の自己資本比率に特徴づけられるように、柔軟なコスト・収益構造への改善が進んでおり、低い売上げの伸びでも利益があがるような安定的な収益体質が形成されつつある。
4. このような収益基盤の改善は、持続的な好収益を可能とするものであり、それに支えられた良好な企業マインドの維持につながるものといえよう。また、それが実現した場合には、安定的な設備投資態度や雇用態度の維持を通じて、マクロ面での持続的な内需主導型の景気拡大を可能とすることになり、さらには引続きわが国の最大の政策課題である対外不均衡の是正にも資することとなる。

こうした好循環がすでに作動していることは、足元63年度の景気動向からもうかがわれるところであるが、これを持続的なものとするためのポイントは、やはり安定的な企業マインドを維持するうえでの前提である物価安定の確保にあるといえよう。

〔目 次〕

はじめに	(新規事業への進出)
1. 今次景気回復局面での企業収益	(海外現地生産の強化)
(1) 広範かつ顕著な回復	(部品・製品輸入の拡充)
(2) 実勢ベースの企業収益	4. 貯蓄・投資動向と財務体質の強化
2. 好収益の背景	(1) 貯蓄・投資動向
(1) 内需主体の数量効果	(実物投資と資金需給)
(2) 物価、賃金の安定効果	(内需対応の設備投資)
(3) 金融緩和持続の効果	(2) 内部資金の蓄積
(4) 企業の構造改善・合理化効果	(減価償却の進展)
3. 構造調整の進展	(内部留保はかなりの積上がり)
(1) 内需シフトの進展	(3) 自己資本拡充に伴う財務体質の強化
(2) 新規事業進出、海外現地生産、部品・製品輸入	5. 好収益の持続性
	おわりに

はじめに

わが国経済は、60年秋のプラザ合意以降の大幅な為替円高を契機とした景気調整局面から61年末には底を脱し、62年度以降内需主導型の景気回復過程に入った。現在も、「情勢判断資料」(63年秋)——調査月報63年10月号掲載——で示したとおり、個人消費と設備投資を両輪として順調な景気拡大を持続している。

62年度にこうした景気回復メカニズムが作動した背景には、①在庫・設備ストック調整の完了に伴う循環的な景気上昇力が醸成されていたところに、②金融緩和や積極的な財政の政策効果、さらには物価安定による家計支出の拡大といった円高のプラス効果が加わったことが大きい。また同時に、③企業サイドでも、円高のプラス効果を受けてきた非製造業のみならず製造業においても、ミクロ面でのコスト・収益構造転換努力と相まって、企業収益が顕著な回復を示し、企業マインドも次第に自信を取戻し、それがさらには積極的な設備投資や雇用拡大につながるといった好循環を生んだことが挙げられる。

本稿では、こうした企業収益の回復動向、円高下での企業の構造調整の進展度、さらには企業の実物投資態度や財務体質の変化等に焦点を当てて、とくに製造業を中心に62年度の「主要企業経営分析」^(注1)の特徴点を浮き彫りにし、その好収益の持続性を探ってみたい。

1. 今次景気回復局面での企業収益

(1) 広範かつ顕著な回復

62年度の主要企業の売上げは、輸出が2年連続して減少したものの、内需の力強い回復を背景に、全産業で前年度比+5.6%(前年度△10.1%)とかなりの増収に転じた。経常利益も全産業で前年度比+16.7%と、円高のデフレ・インパクトから2年連続の減益(60年度△0.7%、61年度△11.4%)のあと、顕著な回復を示した(第1表)。経常利益を業種別にみても、製造業を中心にはほとんどの業種で二桁増益となり、広範かつ急速な収益回復をみたことが62年度の特徴である。

まず、主要企業・製造業の経常利益につき振れの大きい石油精製を除いてみると、61年度に前年度比△28.0%と第一次石油危機後では最大の減益となったあと、62年度には+36.9%と大幅な回復を示した。とくに本業の収支である営業段階では、前年度比+42.6%(61年度△36.4%)と54年度(+45.3%)以来の高い伸びとなった。

(第1表)

売 上 高、経 常 利 益 の 推 移

(前年度比増減(Δ)率・%)

		53 年度	54 年度	55 年度	56 年度	57 年度	58 年度	59 年度	60 年度	61 年度	62 年度	63年度 (予測)
製 造 業	売 上 高	2.9	17.5	15.4	6.7	1.5	3.7	7.9	1.9	Δ 7.3	3.1	5.8
	うち内 需	4.1	18.4	13.2	3.2	1.8	2.9	6.3	1.7	Δ 5.5	6.3	7.4
	輸 出	Δ 1.5	13.9	24.5	20.3	0.4	6.2	12.8	2.6	Δ 12.5	Δ 6.9	0.1
	経 常 利 益	24.1	52.5	6.7	Δ14.5	1.9	6.7	33.9	Δ 9.2	Δ 26.8	36.0	21.4
	除く石油精製	30.9	50.2	5.5	Δ 2.8	Δ 9.3	6.2	36.6	Δ 9.3	Δ 28.0	36.9	23.6
非製造業	売 上 高	0.0	26.9	18.4	8.6	3.1	1.6	8.2	4.4	Δ 11.9	7.3	4.5
	経 常 利 益	0.6	Δ34.8	182.4	Δ19.3	Δ 5.8	16.1	4.6	17.7	14.5	Δ 4.1	Δ 1.9
	除く電力	2.0	25.3	27.8	1.7	Δ 8.2	0.3	13.3	5.1	6.4	16.1	9.5
全 産 業	売 上 高	1.3	22.7	17.1	7.8	2.4	2.4	8.1	3.4	Δ 10.1	5.6	5.0
	経 常 利 益	14.7	21.8	39.2	Δ16.3	Δ 0.8	10.0	23.0	Δ 0.7	Δ 11.4	16.7	12.2

(注) 63年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)による。

(注1) 本調査は、原則として資本金10億円以上の企業(金融・保険業を除く)の中から当該業種の動向を反映するに足ると認められる企業(日本銀行「主要企業短期経済観測調査」対象先と概ね一致)を選定し、有価証券報告書に基づきとりまとめたものである。62年度の集計社数は619社(製造業380社、非製造業239社)であり、対象期間は62年度中に決算期が到来した企業の当該会計年度によっている。したがって本調査には、4～6月決算期の企業の場合(集計社数の3.5%に相当する22社)などのように、むしろ61年度期間中の収益地合いを反映した動きも含まれている。

一方、非製造業の経常利益は、原油価格の反発などから大幅減益となった電力を除いてみると、62年度は前年度比+16.1%と5年連続の増益で、55年度(+27.8%)以来の高い伸びとなった。

この結果、61年度にかけて目立っていた円高のメリット、デメリットの差による製造業、非製造業間の業績の「二面性」は62年度に解消したかたちとなっており、むしろ製造業の急速な回復ぶりが際立つこととなった^(注2)。

さらに、61年度には製造業の中でも輸出型業種(電気機械等輸出ウエイトが製造業平均^(注3)より高い業種)と内需型業種(除く石油精製)の「二面性」が顕著となっていたが、62年度には製造業におけるこのような明暗も幾分薄れる方向となった。

こうした状況を62年度の売上高経常利益率の動きによってみると(第1図)、非製造業(除く電力)が1.40%と47年度(1.45%)以来の高水準になったほか、製造業(除く石油精製)でも4.45%と前年度(3.36%)を1%ポイント以上も上回る大幅な改善を示した。このうち内需型業種(除く石油精製)は、内需の好調に支えられて一段と改善し、5.66%と既往ピークの48年度(6.10%)に次ぐ高い水準となった。一方で輸出型業種も、61年度には円高の影響から2.62%と50年度(2.46%)以来の低水準に落ち込んだあと、62年度には国内販売量の急増を主因に、3.62%と50年代前半(3.85%)並みの水準にまで回復した(「主要企業短期経済観測調査」<63/8月>によれば、63年度には4.77%と50年代後半並みの水準に迫る勢い)。

(2) 実勢ベースの企業収益

以上のように62年度の企業収益は、61年度を底に顕著な回復を示したが、61年度の収益は円高^(注4)に伴う売上高減少のほか、在庫評価損の増大という一時的な収益下押し要因がかなり影響していた^(注5)。そこで、価格変動がもたらす在庫

(注2) 経常欠損企業の割合も、全産業で61年度の12.3%から62年度は7.6%と大幅に改善したが、とくに製造業での改善度合いが著しい(製造業14.5%→7.4%、非製造業8.8%→8.0%)。

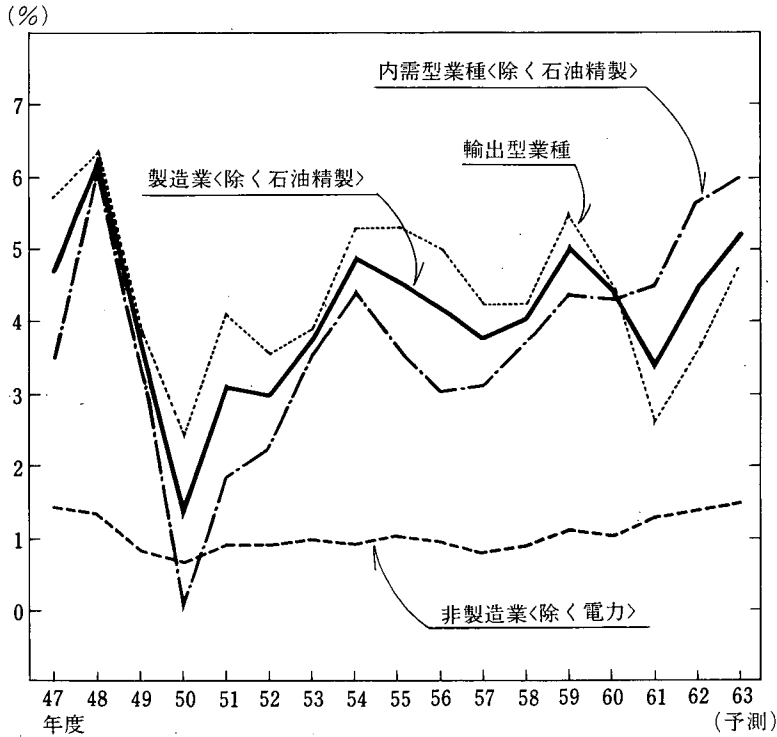
(注3) 製造業平均の輸出ウエイトは、61年度24.8%から62年度には22.1%へと低下。この結果、鉄鋼(輸出ウエイト24.8%→21.2%)は62年度には内需型業種となるが、今次景気拡大局面中の動きを同一ベースでみるために本稿では引続き輸出型業種として扱った。

(注4) IMF方式による円高の度合いは、60年度(年度平均221.1円)+10.5%、61年度(159.8円)+38.3%、62年度(138.3円)+15.6%。

(注5) 急激な円高が進行した61年度には、物価の大幅な低下により、大幅な在庫評価損が発生する一方、設備の減価償却不足額が縮小したが、62年度には、円高進行の小幅化等に伴う物価の低下幅縮小から、いずれの要因も影響度合いはかなり減衰した。

(第1図)

売上高経常利益率の推移



(単位・%)

	47~49 年度 平均	50~54 年度 平均	55~57 年度 平均	58 年度	59 年度	60 年度	61 年度	62 年度	63年度 (予測)
製 造 業 (除く石油精製)	4.90	3.20	4.17	4.03	5.02	4.43	3.36	4.45	5.21
輸出型業種	5.32	3.85	4.85	4.24	5.45	4.52	2.62	3.62	4.77
内需型業種 (除く石油精製)	4.38	2.43	3.27	3.71	4.37	4.31	4.49	5.66	6.00
非 製 造 業	1.38	1.21	1.48	1.52	1.52	1.71	2.22	1.98	1.89
除く電力	1.21	0.91	0.96	0.97	1.07	1.07	1.30	1.40	1.50

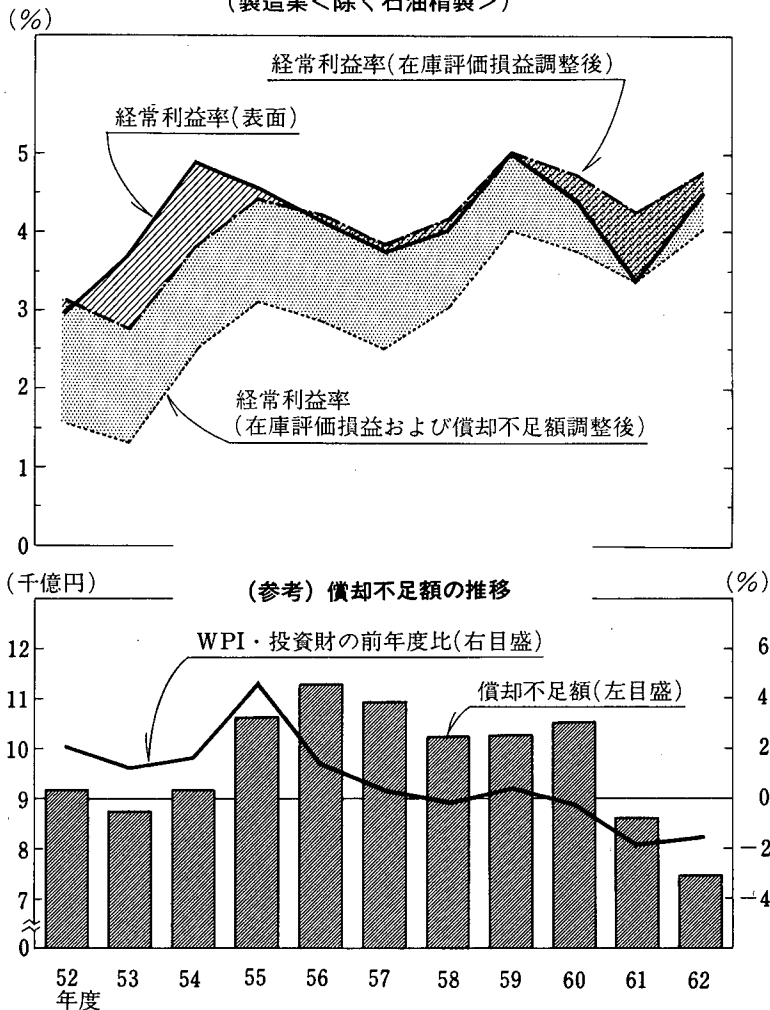
(注) 63年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)による。

評価損益と設備の減価償却不足額の動向による影響を調整した、いわば実勢ベースの企業収益を試算してみると(第2図)、製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率の61、62年度の動きは、表面ベースに比べ緩やかな減益、増益となるが、62年度の水準は4.00%と過去10年間で最も高いところに達している。

企業マインドは、こうした在庫評価損益および減価償却額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をも反映するとみられるが、景気回

(第2図)

実勢売上高経常利益率の推移 (製造業<除く石油精製>)



(注) 償却不足額=設備再取得に必要な減価償却費-減価償却費
ただし、設備再取得に必要な減価償却費(F_k)は次式により算出。

$$F_k = \sum_{i=0}^{12} I_{k-i} (1-r)^i \cdot r \cdot \frac{P_k}{P_{k-i}}$$

I : 名目ベースの設備投資額 (I_{k-i} は当該期から i 期前の設備投資額)

r : 減価償却率 (16.23% (償却期間13年、残価10%の定率法を想定))

P : WPI・投資財 (P_k は当該期、 P_{k-i} は当該期から i 期前の値)

復局面における企業マインドを「主要企業短期経済観測調査」の製造業の業況判断D.I.でも、62年度の収益実績を反映しているとみられる63年5月の「良い」超幅は30%ポイントと、50年代以降のピーク(54年8月、11月)に並ぶ状況となっている。

現在わが国経済は、個人消費に加え、とくに製造業の活発な設備投資を中心

に、本格的な景気拡大過程に入っているが、これには、上記のような収益実勢等を映じた良好な企業マインドが一つの大きな背景になっているといえよう。

2. 好収益の背景

以上のような企業収益の顕著な改善が何によってもたらされたかを、製造業の売上高経常利益率の要因分解を中心にしてみてみよう。62年度における収益改善要因を結論的に整理すると、①内需主体の数量効果、②物価および賃金の安定効果、③金融緩和効果、④企業の構造改善・合理化効果といったことが挙げられる。

(1) 内需主体の数量効果

まず製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率の変化を要因分解してみると(第2表)、62年度の大幅な増益は、内需主体の売上数量の増加による固定費負担

(第2表)

売上高経常利益率の要因分解
(製造業(除く石油精製))

(単位・%ポイント)

		59→61年度	うち60→61年度	61→62年度
売上高経常利益率		5.02→3.36 %	4.43→3.36 %	3.36→4.45 %
同上変化幅		Δ 1.66	Δ 1.07	1.09
要 因 別 寄 与 度	変動費比率	Δ 0.39	0.04	1.39
	原材料費比率	1.72	1.48	1.48
	交易条件	2.18	1.82	0.14
	原材料投入原単位	Δ 0.46	Δ 0.34	1.34
	在庫評価損益	Δ 0.89	Δ 0.55	0.59
	その他変動費要因	Δ 1.22	Δ 0.89	Δ 0.68
	固定費比率	Δ 1.23	Δ 1.04	Δ 0.32
	固定費要因	Δ 0.52	0.61	Δ 1.39
	人件費要因	Δ 0.20	0.42	0.04
	純金融費用要因	0.43	0.24	0.21
	減価償却費要因	Δ 0.43	Δ 0.20	Δ 0.10
	その他固定費要因	Δ 0.32	0.15	Δ 1.54
	売上高要因	Δ 0.71	Δ 1.65	1.07
	価格要因	Δ 2.16	Δ 1.46	Δ 0.77
	数量要因	1.45	Δ 0.19	1.84
為替差損益		Δ 0.04	Δ 0.07	0.02

(注) 「その他変動費要因」には荷造運搬費、動力燃料費、外注加工費、商品仕入高等が計上されるが、最近の製品輸入の拡大を映じて商品仕入高のウェイトが極めて大きくなっていることから、収益押下げに寄与。ただ、この要因は一方で固定費増大の抑制を通じて収益改善に寄与する方たち。

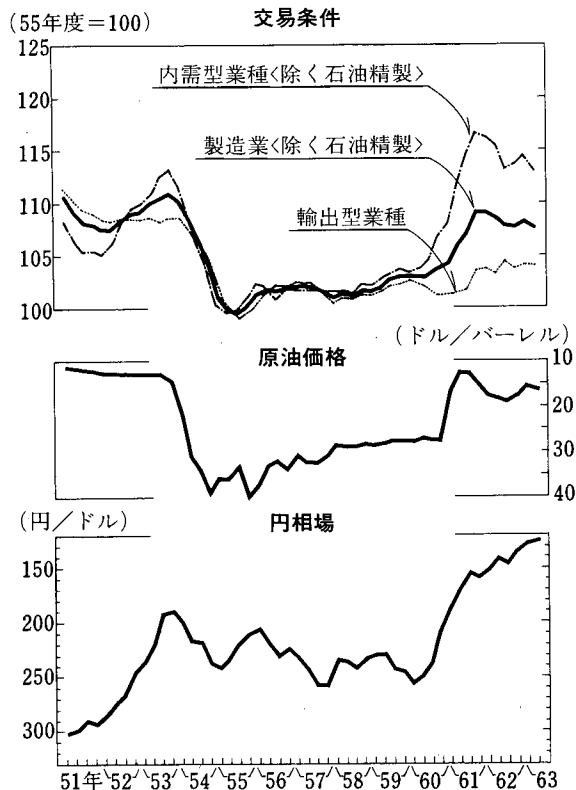
軽減効果、いわば増産効果がストレートに現われている(固定費比率のうち売上数量要因は売上高経常利益を+1.84%ポイント押し上げ)ほか、減量、合理化や高付加価値化の進展の効果をも反映して原材料投入原単位(原材料投入数量/売上数量)の低下も大きく寄与している(同+1.34%ポイント押し上げ)など、専ら数量効果や合理化効果によってもたらされているのが際立った特徴である。

一方、価格要因は、評価損の縮小が収益押上げに寄与している在庫評価損益要因は別として、収益下押し要因となっている。これは、後述のように変動費比率に関してはごくわずかながら引続き交易条件改善効果がみられたものの、固定費比率にかかわる売上価格要因が、輸出価格への円高の転嫁率が低かったうえ、国内価格も一段と低下したため、61年度に続き収益悪化に働いたことが大きく影響している。

(2) 物価、賃金の安定効果

為替円高化に伴う輸入原材料・部品価格の低下を起点とする物価安定のインパクトは、62年度の交易条件についてもわずかながら改善をもたらした(第3図)、収益押上げに寄与した。もっとも、その度合いをみると、円高テンポの鈍化や原油価格の上昇等から61年度に比べると小幅なものにとどまった。

(第3図) 交易条件の動向(円相場、原油)

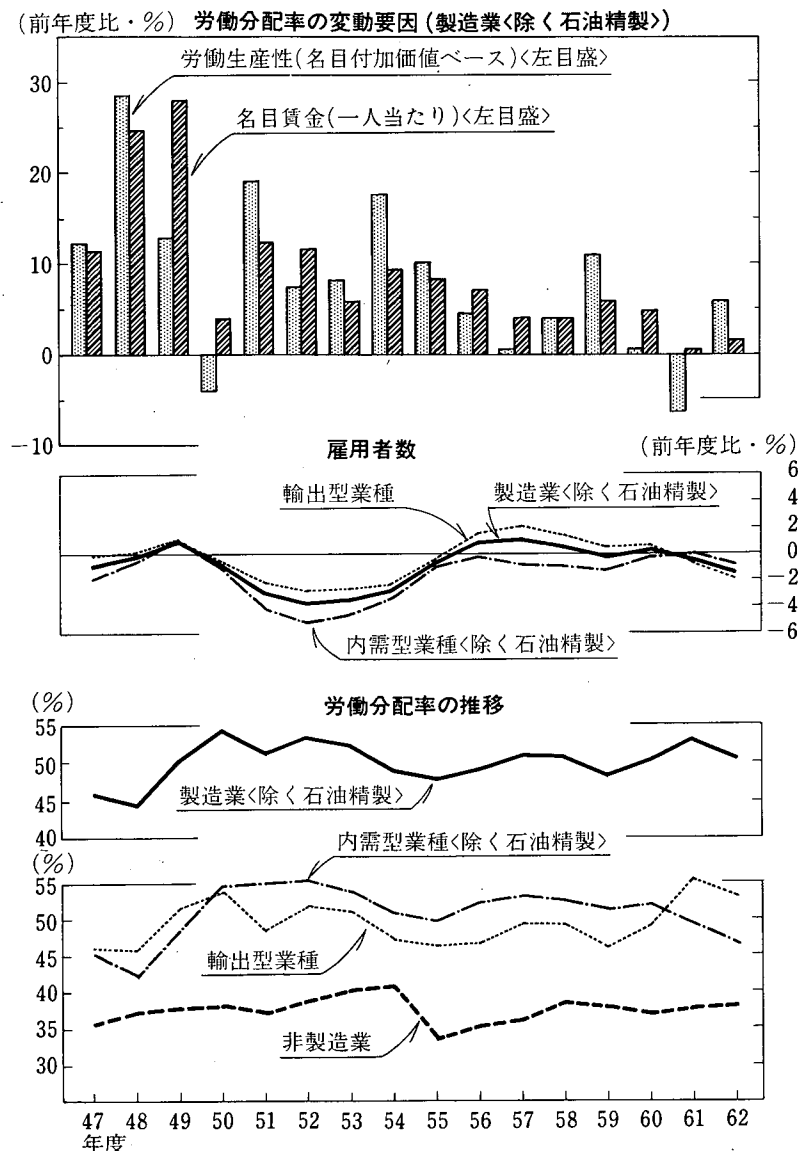


この間、賃金の安定が企業収益に寄与していることも見逃せないポイントである(第4図)。すなわち製造業(除く石油精製)の62年度の一人当たり名目賃金は前年度比+1.5%と、この20年間で最も小幅だった61年度(+0.4%)に次ぐ低い伸びとなり、一方雇用者数も、企業の減量経営の継続を映じ減勢をたどったため、62年度の企業の人件費負担は引続き軽減された。

さらに景気上昇初期の特徴として、雇用者数の伸びを大きく上回って生産が急回復した結果(名目付加価値額の前年度比+4.2%<61年度△6.9%>)、労働生産性(一人当たり付加価値額)が著しく上

(第4図)

労働分配率の推移



昇したため、61年度に前回の円高局面並みの水準へ上昇した労働分配率は再び低下した(62年度50.4%、61年度52.8%、52年度53.2%)。また非製造業の労働分配率も極めて小幅の上昇にとどまっている。

なおこうした労働分配率の低下は、企業に雇用拡大のインセンティブを生む一つの要因となるが、現に「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)の総雇用者数(パートを含む)の前年比をみると、足元徐々ながら減勢縮小ないし増加傾向にある(製造業63/3月末 Δ 2.0% \rightarrow 6月末 Δ 1.4% \rightarrow 9月末<予測> Δ 0.7% \rightarrow 12月末

＜予測＞ $\Delta 0.3\%$ 、非製造業同 $+0.1\% \rightarrow +0.6\% \rightarrow 0.0\% \rightarrow +0.7\%$ ）。ただ、こうした雇用増加の一方で、62年度および足元63年度にみられているような急速な生産の拡大テンポが先行き鈍化する場合、労働生産性の伸びの低下、さらには賃金コスト上昇の可能性がある点は、今後の収益動向をみるうえで留意を要しよう。

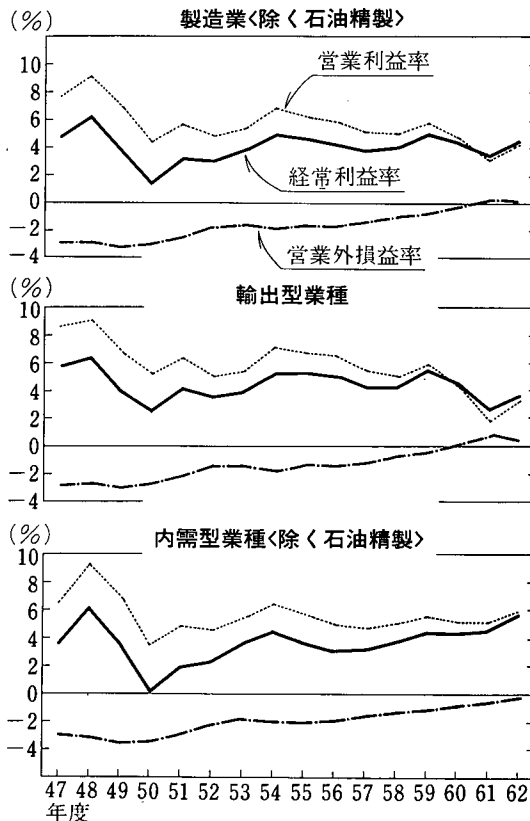
(3) 金融緩和持続の効果

公定歩合は61年1月以降62年2月にかけて、通算5回にわたる引下げにより2.5%まで低下し、歴史的、国際的にみても極めて低い水準となったあと、62年度中も金融緩和基調が持続した。金融緩和による金利の低下は金融費用の軽減を通じて金融収支を引続き改善させ、61年度に続き企業収益を下支えした。また金融資産・負債バランスの改善も引続き進んでおり、この点も効率的な財務管理の進展と相まって、金融収支の改善に寄与した。

すなわち、こうした金融収支改善効果が反映される営業外損益(営業外収益－営業外費用)をみると、製造業(除く石油精製)全体では統計開始(26年度)以来61年度に初めて輸出型業種を中心に収益超に転じたあと、62年度も引続き収益超と

(第5図)

売上高経常利益率の推移



なり経常利益率押上げに寄与している(第5図、第3表)。ただ、62年度には本業の収益悪化をカバーするための有価証券売却益の捻出といった動きが後退したことなどから、その押上げ効果は61年度に比べ幾分弱まっている。

ちなみに製造業の金融収支率(金融収益/金融費用)をみると(第6図)、55年度の45.7%を直近のボトムとして、これまでも着実に改善を示していたが、62年度も61年度に続き7%ポイント強の大幅な改善を示し、84.0%の水準に達した。これを収支別にみると、金融収益比率(対売上高)は幾分低下したものの、一方で金融費用比率も62年度には製造業で1.93%と既

(第3表)

営業利益、営業外損益の動向

(対売上高比率・%、前年度比は%ポイント)

		製造業(除く石油精製)				非製造業			
		61年度	前年度比 変化幅	62年度	前年度比 変化幅	61年度	前年度比 変化幅	62年度	前年度比 変化幅
売上高経常利益率		3.36	Δ1.07	4.45	1.09	2.22	0.51	1.98	Δ0.24
寄与度	営業利益	3.14	Δ1.54	4.32	1.18	3.25	0.45	2.92	Δ0.33
	変動費	64.69	0.04	63.30	1.39	83.97	2.13	84.66	Δ0.69
	固定費	32.17	Δ1.58	32.38	Δ0.21	12.78	Δ1.68	12.42	0.36
	営業外損益	0.22	0.47	0.13	Δ0.09	Δ1.03	0.06	Δ0.94	0.09
	金融損(Δ)益	Δ0.49	0.20	Δ0.26	0.23	Δ1.27	Δ0.02	Δ1.11	Δ0.16
	有価証券処分損(Δ)益	0.78	0.48	0.51	Δ0.27	0.22	0.10	0.18	Δ0.04
	為替差損(Δ)益	Δ0.03	Δ0.07	Δ0.01	0.02	0.01	Δ0.01	0.00	Δ0.01

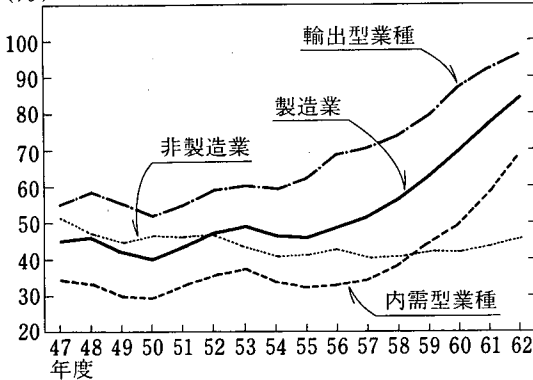
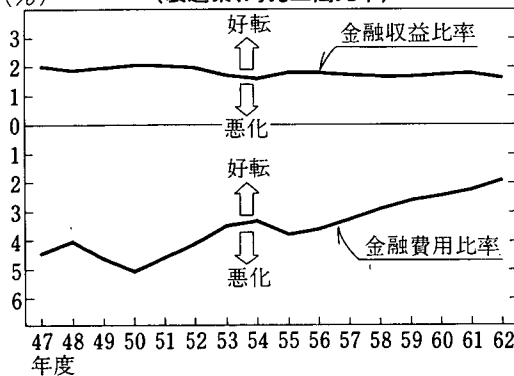
(注) 1. 固定費には金融費用等営業外損益に属する固定費を含まない。

2. 有価証券処分損益は特別損益計上分を除く。

(第6図)

金融収支率(金融収益/金融費用)の推移

(%)

(参考)金融収益・費用別の動き
(製造業、対売上高比率)

往最低の水準になるなど大幅に低下し、これが金融収支率改善に大きく寄与している。62年度の金融収支率の上昇を業種別にみると、全業種で上昇をみた内需型業種の改善度合いが大きく(61年度58.1%→62年度68.9%)、とくに食品の一部業種では、大幅な増収増益による運用資金増や、大型設備投資を目的とした社債発行代り金等の一時的な運用益から金融収支率は大幅に改善し、200%台乗せとなった。一方、これまでの円安局面での自己資本積上げや借入金返済などの効果が寄与して金融収支率が高水準となっていた輸出型業種でも、一段と上昇して100%台に接近している(同92.0%→95.9%)。なお、非製造業の金融収支

(第4表)

売上高営業外損益率の要因分解(全産業)

(単位・%ポイント)

		59→60年度	60→61年度	61→62年度
営業外損益率変化幅		0.32	0.20	0.01
要 因 別 寄 与 度	金融損益	0.12	0.09	0.18
	金利要因	0.09	0.13	0.04
	金融収益 (運用利回り、%)	Δ 0.01 (9.44)	Δ 0.17 (8.25)	Δ 0.20 (7.03)
	金融費用 (有利子負債金利、%)	0.10 (7.28)	0.30 (6.38)	0.24 (5.72)
	残高要因	0.03	Δ 0.04	0.14
	金融収益 (運用残高/売上高、%)	0.01 (13.06)	0.25 (15.82)	0.10 (17.21)
	金融費用 (有利子負債残高/売上高、%)	0.02 (31.36)	Δ 0.29 (35.54)	0.04 (34.85)
	その他の営業外損益	0.20	0.11	Δ 0.17

(注) 1. 有価証券売却益は「その他の営業外損益」に含む。

2. ()内は水準。

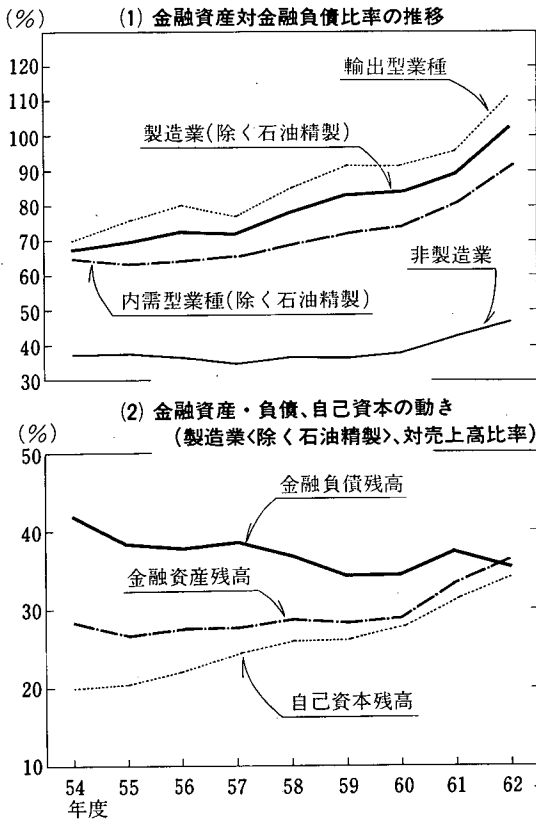
率にさしたる改善傾向がうかがわれなかったのは、非製造業の引続き活発な実物投資態度を映じた面もあると思われる。

そこで、こうした金融収支の大幅改善の背景をみるために、金利要因と残高要因に分解して、金融収益および費用の増減をみてみた(第4表)。

こうした分析によると、まず金利要因については、金融緩和の持続を映じた有利子負債金利の低下効果を主因に、引続き収益押上げに働いたが、その度合いは61年度に比べて小幅化している。これには、有利子負債金利の低下テンポは61年度に比べ鈍化したうえ、運用利回りは、金利水準全般の低下テンポが鈍化するなかで、むしろ前年度を上回る収益押下げに働いたことによるものである。この背景には、61年度には特定金銭信託、ファンド・トラストなどへの運用増により、株価上昇等に伴うキャピタル・ゲインを高利回りのインカム・ゲインとして取得したことが運用利回り低下を食い止めたのに対し、62年度には5月以降の債券市況の軟化や10月の株価下落の影響もあって、こうした金融資産によるインカム・ゲイン稼得の機会が後退したことが作用しているものとみられる。一方残高要因についてみると、運用資産残高の増加が引続き収益押上げに働いているが、そのインパクトは61年度に比べかなり縮小した一方、負債残高は高利回りの金融資産運用との両建てで著増した61年度(負債残高要因は大幅な収益押下げに作用)とは一転して減少(収益押上げに寄与)したため、全体として収益下支え方向に働いた。

(第7図)

金融資産および金融負債の推移



ここで、以上のうちとくに前年度との対比で変化の大きい残高要因について詳しくみるため、金融資産・負債のバランスを示す金融資産対金融負債比率をみてみよう(第7図)。62年度のこの比率は、実物投資が引続き低調だった一方、合理化推進等の見地から長期借入金を中心に金融負債残高を減少させた製造業のほか、非製造業でも一段と上昇しており、とくに製造業(除く石油精製)では輸出型業種を中心に初めて「資産超」に転じたのが目立つ(54年度67.4%→60年度83.7%→62年度102.4%)。これには上記のように、62年秋までの世界的な低金利、株高の下で、資本市場からの調達(増資や

ワラント債、転換社債の発行が中心)により金融資産への運用を増加させる、いわゆる“財テク”取引が、61年度に続き62年度前半まで盛行したこと(第5表)、あるいは後述のような自己資本の蓄積や減価償却進捗による借入金の縮減が背景となっている。

この間、短期運用金融資産の動向をみると(第8図)、62年度には大幅な増加をみた61年度を一段と上回る増加となっている。その中でも、確定利付商品である定期性預金のウエイトが大口定期預金等の自由化、弾力化の一段の進展もあって、61年度に比べ大幅に高まった。一方、61年度に著増をみた特金、信託等の増勢は鈍化し、債券については純減となった。ちなみに日本銀行の「資金循環勘定」により、法人企業部門の資金運用動向をみると、定期性預金への運用は、62年度に大幅に増勢を強め、しかも年度下期にかけては前年比約2倍の増加額となっている(前年度比、61年度+18.7%→62年度+74.6%<上期+47.8%、下期2.1倍>)。これに対し、信託、投信への運用は、61年度に5倍近い増加となったあと、62年度には一転して増加額が縮小し、とくに下期の増加額が大幅に縮小して

(第5表)

資金運用・調達残高の推移

(対売上高比率・%)

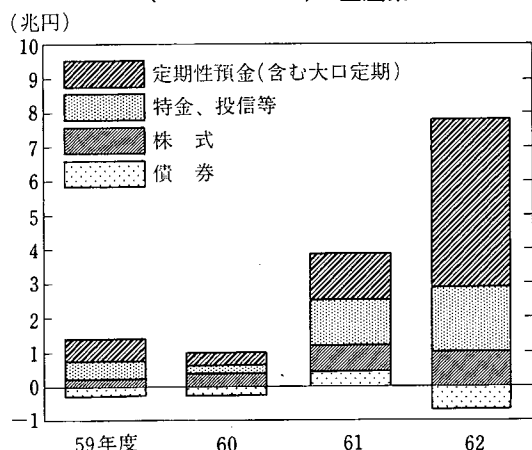
		50年度	55年度	60年度	61年度	62年度
製 造 業	資 金 運 用	29.63	24.56	27.63	32.58	35.46
	現金・流動性預金	6.39	3.42	2.55	3.18	2.63
	自由金利商品	11.88	11.26	14.89	18.72	22.94
	うち金銭の信託	—	—	0.30	0.69	1.57
	有価証券	11.88	11.26	13.29	15.76	16.63
	資 金 調 達	100.90	80.61	91.21	103.52	105.87
	外部資金調達	63.13	44.26	43.45	48.28	48.55
	うち借入金	48.69	32.68	26.32	27.24	24.64
	エクイティ物	10.64	9.11	15.21	18.56	21.75
	内部資金調達	37.77	36.35	47.76	55.24	57.32
非 製 造 業	資 金 運 用	14.01	11.45	11.27	14.78	16.70
	現金・流動性預金	2.90	1.64	1.34	1.77	1.68
	自由金利商品	4.93	4.41	4.90	7.23	9.17
	うち金銭の信託	—	—	0.06	0.41	0.75
	有価証券	4.93	4.41	4.37	5.88	6.23
	資 金 調 達	51.49	47.08	50.98	61.35	62.90
	外部資金調達	39.10	34.48	34.47	40.65	41.74
	うち借入金	28.55	23.86	23.18	26.50	26.64
	エクイティ物	5.58	4.98	5.67	7.77	9.01
	内部資金調達	12.39	12.60	16.51	20.70	21.16

(注) 1. 資金運用は現預金、有価証券、貸付金の合計。うち自由金利商品は金銭の信託、有価証券のほかCD、大口定期預金等(一部推計を含む。ただし、50、55年度は有価証券のみ)。

2. 資金調達のうち借入金にはCPを含み、エクイティ物は転換社債、ワラント債のほか、増資を含む。

いる(同、4.9倍→△27.9%<+16.2%、△72.3%>)。また債券投資も62年4～6月以降は大幅な減少となっている(期中増減<△>額、62/1～3月2億円→4～6月△23,101億円→7～9月△5,693億円→10～12月△14,634億円→63/1～3月6,878億円)。こうした「資金循環勘定」での対照的な動きも併せ考えると、62年度の短期運用金融資産の動向からも、62年5月以降の債券価格下落傾向や62年秋の株価下落が企業の金融投資マインドを幾分慎重にさせた跡がうかがわれよう。

(第8図) 短期運用金融資産の推移
(フローベース)<全産業>



(注) 決算処理は原則として原価法による。

力を反映した新製品・研究開発等を中心とする積極的な設備投資態度を背景に、今次円高局面でもむしろ収益下押し要因として働いている。また固定費の中で最大の収益押下げ要因となっているのは、「その他固定費」の大宗(62年度8割弱)を占めている販売管理費(以下販管費)の持続的な増大であるが、むしろここに最も顕著に企業の構造改善努力が現われている。

(第6表)

販売管理費の対売上高比率変化幅(製造業)

(単位・%ポイント)

	51→54年度	55→58年度	59→62年度
販売管理費	0.089	0.208	0.678
試験研究費	n.a.	0.074	0.252
広告宣伝費	n.a.	0.015	0.010
運送費	n.a.	0.007	0.016

(注) 計数は各期間中の年度平均変化幅。

(参考) 広告宣伝費対付加価値額比率

(単位・%)

	53年度	55年度	59年度	60年度	61年度	62年度
製造業	5.01	5.42	5.65	5.61	5.88	6.23
輸出型業種	3.89	4.38	4.46	4.53	4.60	4.74
内需型業種	6.63	7.25	8.31	8.10	8.40	9.10
非製造業	1.87	1.72	2.09	2.07	2.11	2.27

(注) 製造業は、広告宣伝費が算出可能な181社ベース。

(4) 企業の構造改善・合理化効果

次に、以上のような良好な経営環境の下での企業サイドの構造改善や合理化努力の効果について、それが端的に現われる売上高経常利益率の変化(前掲第2表)のうち固定費要因の動きをみてみよう。固定費のうち人件費や純金融費用は、企業の合理化努力もあって、前述のとおり最近では収益下支え要因として寄与している。一方、減価償却費は、企業の構造改善努力

そこで販管費の対売上高比率をみると(第6表)、58～59年度以降飛躍的に上昇しており、とりわけ新規事業・商品開発の決め手となる試験研究費(財務諸表規則等で販管費として取扱い)が大幅な増加をみているほか、広告宣伝費も国内販売の拡充や高付加価値化、多様化に伴う商品サイクルの短期化等から着実に増加している。

このような前向きに対応は、以上のように目下のところコスト増加要因として現われているが、その効果は内需深耕を通じた売上高の増加、あるいは営業基盤の強化

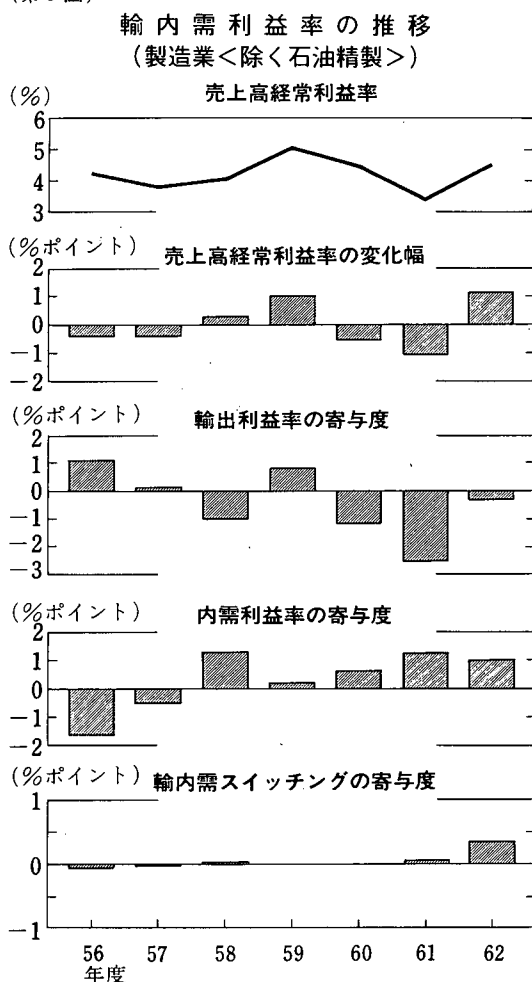
といったかたちで収益改善につながっていくものと評価できよう。そこで以下では、企業サイドのこうした前向きの構造改善の進展状況についてみる。

3. 構造調整の進展

(1) 内需シフトの進展

円高に伴う価格体系の変化は、交易条件の改善を通じて内需採算を好転させる

(第9図)



$$(注) \quad \frac{\pi}{S} = \frac{\pi_e + \pi_d}{S} = \frac{S_e}{S} \cdot \frac{\pi_e}{S_e} + \frac{S_d}{S} \cdot \frac{\pi_d}{S_d} \quad \text{より}$$

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right) \doteq \alpha \cdot \Delta\left(\frac{\pi_e}{S_e}\right) + (1-\alpha) \Delta\left(\frac{\pi_d}{S_d}\right)$$

$$+ \left(\frac{\pi_e}{S_e} - \frac{\pi_d}{S_d}\right) \Delta \alpha$$

$$\left[\begin{array}{llll} S: & \text{売上高} & S_e: & \text{輸出} & S_d: & \text{内需} & \pi: & \text{経常利益} \\ \pi_e: & \text{輸出部門の経常利益} & \pi_d: & \text{内需部門の経常利益} & \alpha: & \text{輸出比率} \end{array} \right]$$

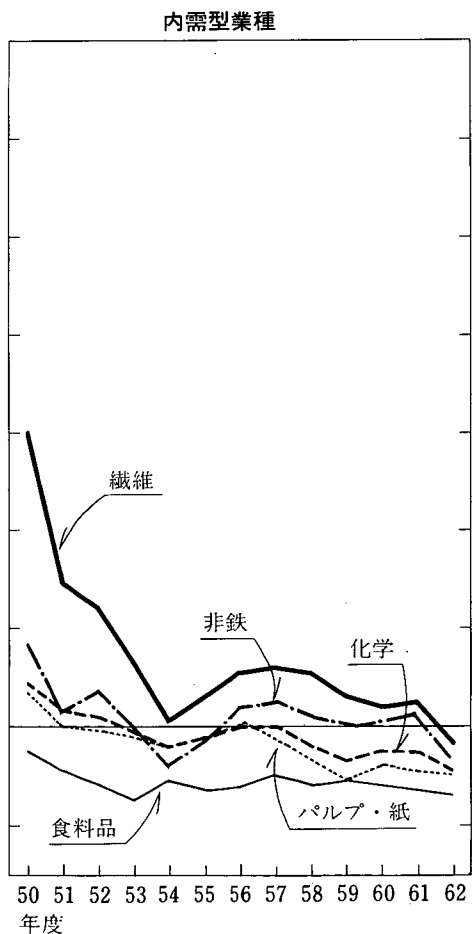
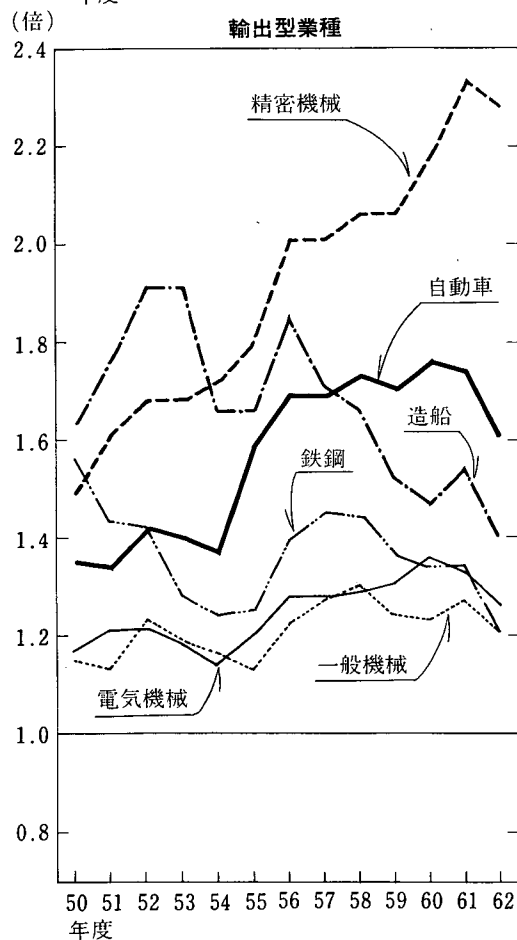
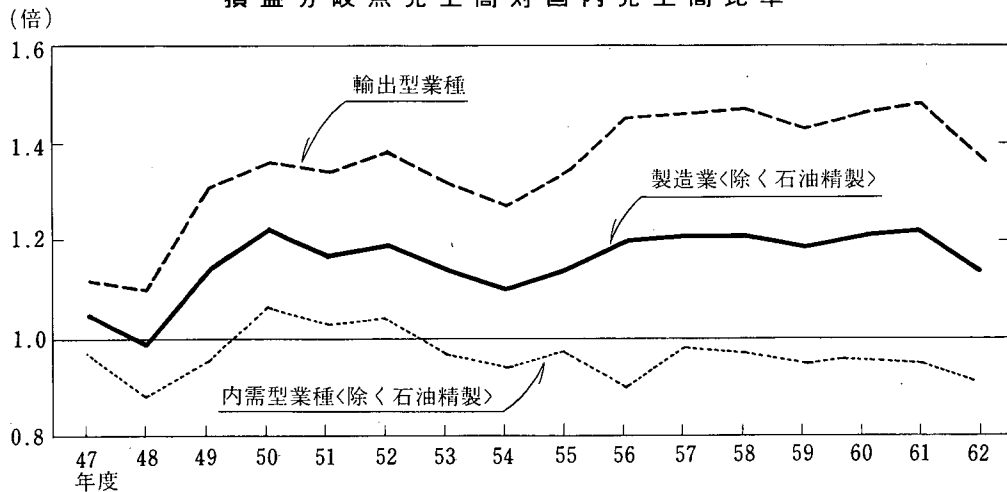
一方、円建て輸出価格の低下をもたらすことにより輸出採算を大幅に悪化させた。こうした輸内需採算の差異は、中長期的には、企業に対して輸出から内需へのシフトを促す誘因として働きうるが、60～61年度においては、輸出型企業の多くが操業度維持の観点から輸出数量確保のスタンスをとったこともあって、内需シフトはいまだ明確なかたちでは現われなかった。これに対し、62年度には、内需が一段と好調さを増し、操業度維持のために輸出に依存する必要性が薄れたこともあって、内需シフトは顕著に進み、収益構造面においてもその影響が現われている。

すなわち製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率の変動要因を、①内需利益率要因、②輸出力率要因、③輸内需間のスイッチング(輸出比率の変動)要因に分解してみると(第9図)、内需利益率要因は、58年度以降一貫してプラスに寄与するなかで、60年度から

はプラス幅が幾分拡大しているのに対し、輸出利益率要因は、60年度にマイナスに転じ、61～62年度にかけても引続き利益率を押下げる方向に働いている。この

(第10図)

損益分岐点売上高対国内売上高比率



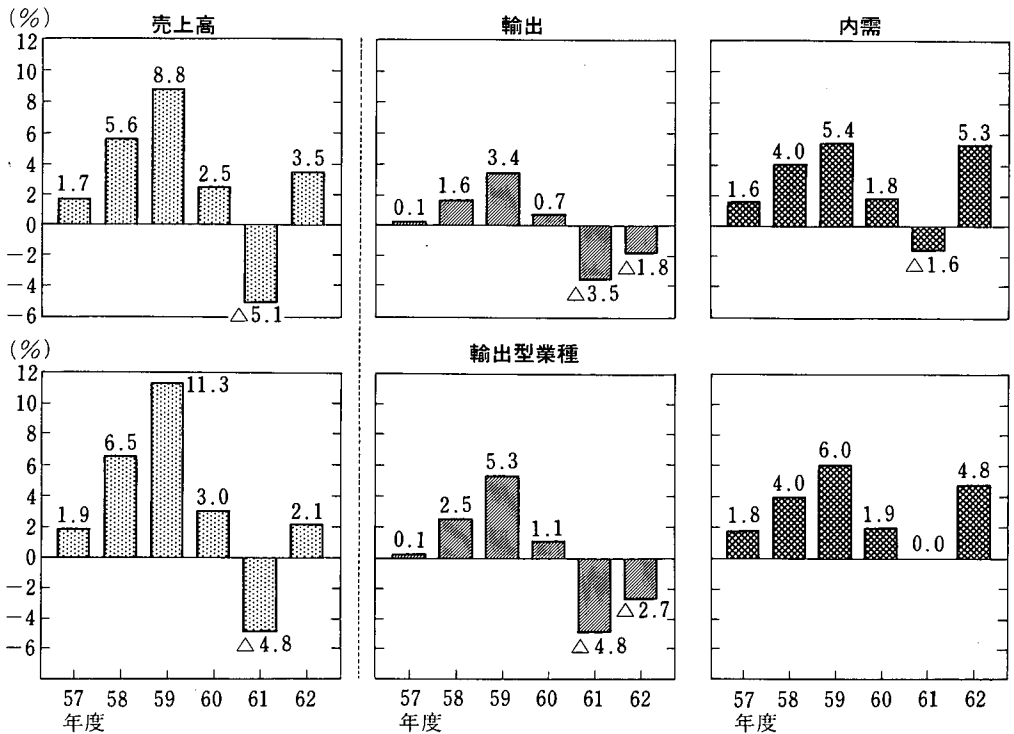
間輸内需スイッチングによる寄与は、56年度から61年度においてはネグリジブルであったが、62年度には初めてかなりの収益押上げ要因となっており、輸出から相対的に好採算の内需へのシフトが大きく進展したことがうかがわれる。

こうした動きを、内需による損益分岐点カバー率あるいは採算確保に必要な輸出依存度の推移でみると、62年度には、製造業(除く石油精製)のどの業種も軒並み内需のみにより採算がとれる方向への明らかな変化が出てきていることがうかがわれる。すなわち損益分岐点売上高の対国内売上高(内需)比率をみると(第10図上の比率が1であれば、損益分岐点売上高と内需が同じであることを示しており、内需だけで採算がとれる。2であれば、内需と同額の輸出がないと採算がとれない)、輸出型業種でも62年度においては軒並み大きく低下し、とくに鉄鋼、電気機械などでは、内需だけでもかなりの程度収益を確保できる体質となりつつある。なお、内需型業種については、62年度には軒並み1を下回る水準に低下しており、内需だけで収益のあがる安定的体質が一段と定着してきているのがみとれる。

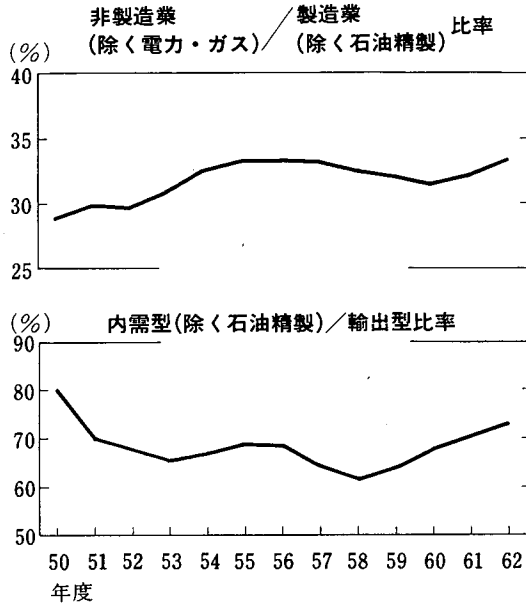
こうした円高を契機とする内需シフトは、もちろん、企業の円高対応努力の結(第11図)

売上高前年度比と輸内需別寄与度

製造業(除く石油精製)



(第12図) 設備ストックのシフト



果でもあり、研究開発投資や広告宣伝費の拡充などといった企業の国内拡販努力自体が需要創出効果をも伴って内需の増勢拡大に寄与し、結果的に総体としての輸出依存度を弱めることを可能にしたともいえる。売上高前年度比に対する輸内需の寄与度をみると、62年度は、輸出型業種においても、内需による売上げの回復が特徴的である(第11図)が、これは、前述のように金融緩和の持続やそれを可能とした物価安定などのマクロ的条件と企業の円高対応努力とが相

まってもたらされたものといえよう。

以上みてきた内需シフトが、一時的な現象ではなく構造的なものであることは、対外不均衡是正を確実にするという観点からも重要であるが、この点は生産要素の配分についても内需指向が強まりつつあることからうかがわれる。例えば設備ストックの非製造業／製造業比率および内需型業種／輸出型業種比率は、いずれもこのところ上昇しており、設備ストックが、全体の中では製造業から非製造業へ、製造業の中では輸出型から内需型へとシフトしている様子がみてとれる(第12図)。

(2) 新規事業進出、海外現地生産、部品・製品輸入

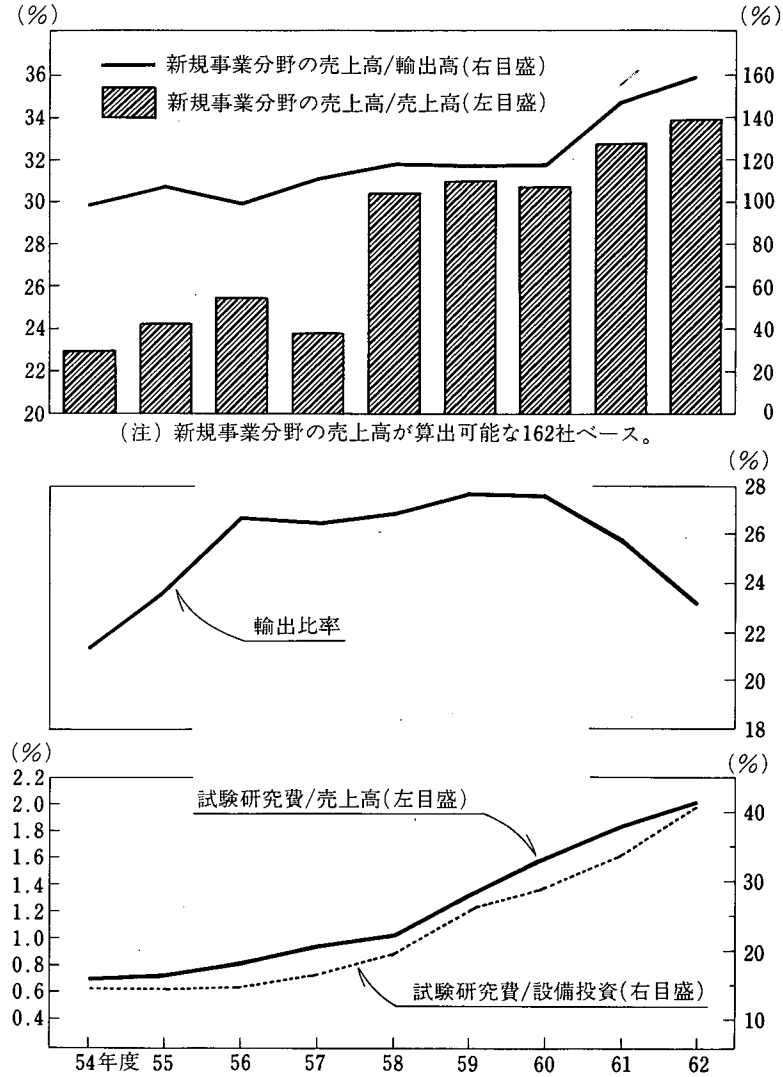
企業の積極的な構造転換努力としては内需シフトの推進のほか、主なものとしては、新規事業分野への進出、海外現地生産、部品・製品輸入等を挙げることができる。

(新規事業への進出)

エレクトロニクス関連製品や新素材等各企業にとっての新規事業分野の売上高全体に占める割合を製造業についてみると(第13図)、58年度から急激に上昇したが、62年度には一段と上昇している。さらに、こうした新事業・商品分野への進出のために積極的な研究開発投資が行われているが、これを本経営分析から入手できる試験研究費に限定してみても、一段と増勢を強めている(製造業<除く石

(第13図)

新規事業分野、試験研究費等の推移
(製造業<除く石油精製>)

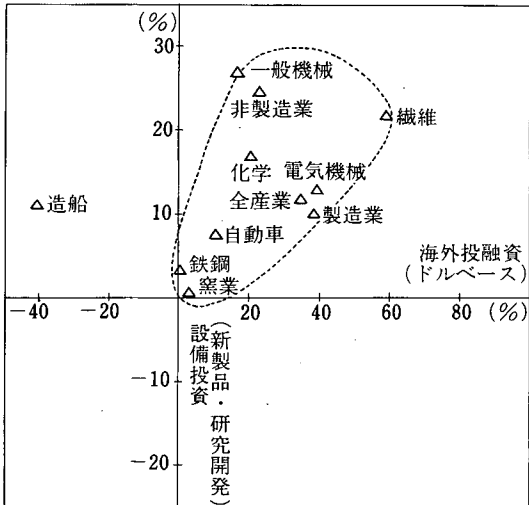
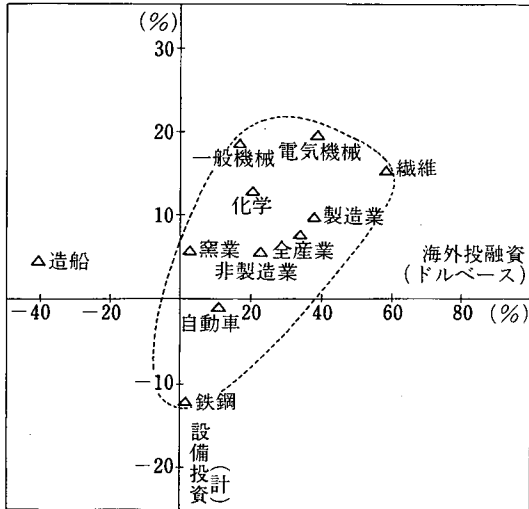


油精製>の試験研究費の対売上高比率は54年度0.7%→62年度2.0%)。また、内需向け等市場開拓のための努力もうかがわれ、広告宣伝費は一段と増加している(前掲第6表)。

こうした前向きの投資ないし開発費用の投下は、前述のように当座のところは固定費増加要因となるが、これにより新規市場確保に奏効すれば、売上げ増による固定費比率の低下につながり、輸出に過度に依存することなく収益の安定化を実現できることになるわけで、その成果はすでに徐々ながら顕現化しているとみられよう。

(第14図)

海外投融資と国内設備投資の相関
 ・(年度平均伸び率<61年度→63年度計画>、短観ベース)



(第7表)

関係会社仕入高の
 対売上原価比率(製造業)

(単位・%)

	52～55 年平均	56～59 年平均	60年度	61年度	62年度
製 造 業	14.7	18.1	19.8	20.0	22.8
うち 輸出型業種	16.7	22.5	24.6	24.2	29.7
内需型業種	12.7	13.5	13.7	13.9	13.5

(海外現地生産の強化)

また、輸出型業種を中心に海外現地生産の強化に向けて海外への投融資を活発化する動きが広がっている。「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)により、海外投融資の年度平均伸び率(61年度→63年度計画)をみると、ほとんどの業種でかなり上昇しており(第14図)、製造業の63年度海外投融資計画額は、国内設備投資計画額の約12%に達している。ただ、海外投融資と国内設備投資との間には、緩やかながらも正の相関が認められる。これは、海外進出に積極的な企業の場合、輸出品については高付加価値品に特化させる傾向が強いこと、したがって、新製品・研究開発投資に対しては意欲的になる度合いが強いことなどの事情が考えられるが、この点は海外投融資と新製品・研究開発投資との間にも、設備投資全体の場合と同様な正の相関がみられることからもうかがわれる。

(部品・製品輸入の拡充)

部品・製品輸入は、円高に適合するかたちでの企業のコスト削減努力の一段の強まりを背景に増勢を続けており、「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)時のヒヤリング結果により製造業の動向

(ドルベース)をみると、62年度は前年度比2割強の伸びとなっている。さらに63年度についても鉄鋼、一般機械、電気機械等の輸出型業種を中心に前年度を上回る伸びが計画されており、対売上高でみた輸入比率も61年度の1.6%から62年度1.7%、63年度(予測)2.0%と着実に上昇している。

こうした動きを有価証券報告書により、部品・製品輸入の増加が反映される製造業の関係会社仕入高の対売上原価比率でみると(第7表)、海外現地法人からの輸入増大を映じ、61年度20.0%、62年度22.8%と上昇傾向にあり、とくに輸出型業種においては、61年度24.2%、62年度29.7%と一段と高まっている。

こうした動きは、わが国の輸入構造が従来の極端な原材料輸入型から、次第に中間財・最終財輸入型へと、水平分業の方向に変化していることを意味し、望ましいものといえる。

4. 貯蓄・投資動向と財務体質の強化

(1) 貯蓄・投資動向

(実物投資と資金需給)

実物投資の62年度の動向をみると、製造業では、設備投資(有形固定資産増加額)が、年度前半までストック調整圧力が残存したこともあって、引続き前年度を下回ったが、一方で、61年度に大幅だった在庫調整(棚卸資産の圧縮)が小幅化したことから、全体では60年度に近い実物投資水準となった(後出第10表)。また、非製造業では設備投資は高水準であった前年度をわずかながらもさらに上回り、在庫投資についても建設、不動産における販売用不動産の取得から大幅な増加をみた。この結果、62年度の資金過不足幅(実物投資―貯蓄)をみると、内部留保等貯蓄の増加にもかかわらず、製造業で資金余剰が縮小する一方、非製造業では56年度以来の規模の大幅な資金不足(22,011億円)となり、全体では59年度以来3年ぶりに資金不足(8,685億円)に転じた。

これに対して資金調達面をみると、製造業では借入金を圧縮する一方、増資やワラント債など資本市場からの調達が大幅に増加した。また非製造業でも、商社等でのCP発行がかさんだことから借入金(CPを含む)が急増したほか、起債(転換社債、ワラント債等)による調達も増加したため、全産業での調達額は84,447億円(61年度37,593億円、既往ピーク50年度76,387億円)とこれまでにない規模となった。

資金運用額も全産業で90,918億円(既往ピーク61年度51,972億円)と空前の規模

に達している。運用対象をみると、株式、債券等短期所有有価証券への運用は62年10月の株価下落もあってさすがに前年度比半減しているが、一方で大口定期等定期性預金での運用が大幅に増加した(52,842億円<61年度13,653億円>)ほか、海外投融資の積極化等を映じ投資有価証券も急増した。

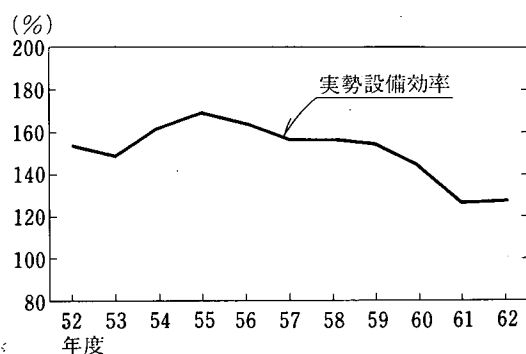
以上のように、62年度の財務状況をみる限り、63年度以降設備投資が急速な盛上がりをもても、運用資金の取崩し等で十分対応できる余地があるといえよう。

(内需対応の設備投資)

62年度の製造業の設備投資内容を「主要企業短期経済観測調査」でみると、今次円高局面での企業の強い内需指向や構造改善意欲を背景に新製品・研究開発投資のウエイトが高まっている一方、能増投資のウエイトは低下している(設備投資全体に占めるウエイト、新製品・研究開発投資59年度19.7%→62年度25.6%、増産・拡販投資同32.6%→27.6%)。このような能増投資のウエイトの相対的な低下は、供給能力の拡大テンポを抑えることになるものと考えられる。実際、実勢設備効率(生産高/実勢設備ストック)の推移をみると、60年秋以降の急激な円高のデフレ・インパクトを受けて61年度に大きく下落したあと、62年度も61年度に比べ生産は回復し稼働率も上昇したにもかかわらず、ごくわずかな上昇にとどまっている(第15図)。この点は、構造変化に対応するための新製品・研究開発投資や合理化投資のウエイト上昇が影響しているものと思われる。また視点を変えてみれば、こうした設備効率の低下傾向は、投資内容の変化等に伴い、生産能力を体化する資本ストックおよびそれを実現するための投資フロー(設備投資)の規模をより大きなものとしているともいえ、景気拡大局面における設備投資の力強さにつながる要因とみることができよう。

(第15図)

設備効率の推移(製造業)



(注) 実勢設備効率 = $\frac{\text{生産高}}{\text{(有形固定資産残高} + \text{有形固定資産残高評価不足額} + \text{償却累計額} + \text{償却不足累計額})}$
 生産高 = $\frac{\text{売上高} + (\text{製品および仕掛品在庫増})}{\text{売上高} - \text{経常利益}}$

てみれば、こうした設備効率の低下傾向は、投資内容の変化等に伴い、生産能力を体化する資本ストックおよびそれを実現するための投資フロー(設備投資)の規模をより大きなものとしているともいえ、景気拡大局面における設備投資の力強さにつながる要因とみることができよう。

さらに、設備投資循環を映じて、設備ストックに対するフローの設備投資の比率自体が低水準にあることも、その後の景気拡大局面での設備投資上向きの可能性を

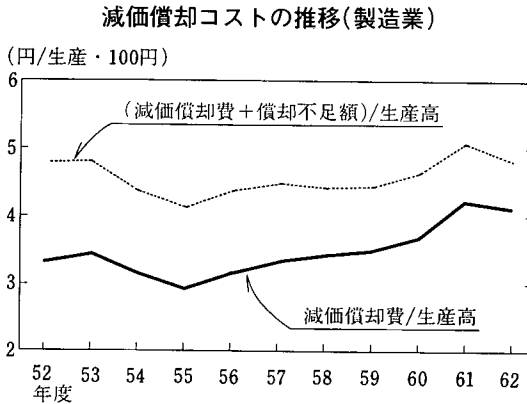
大きくするものといえる。以上のような点は、現に63年度の製造業の能増投資主体の積極的な設備投資計画によって裏付けられているといえよう^(注6)(ちなみに「主要企業短期経済観測調査」〈63年8月〉によると、製造業では前年度比+23.8%＜うち能増・拡販投資+41.2%、新製品・研究開発投資+23.8%＞の計画であり、能増・拡販投資のウエイトは31.4%とかなり上昇している)。

(2) 内部資金の蓄積

(減価償却の進展)

設備投資との関連で最近の減価償却費の動向をみると、減価償却コスト(減価償却費/生産高)は、生産の回復から62年度にやや低下しているものの、50年代半ば以降は上昇傾向にある(第16図)。これは、商品サイクルの短期化等に伴う既存設備ストックの陳腐化ピッチの上昇や企業の償却前倒し姿勢を背景として減価償却が引続き進捗している一方、先にみたように設備効率(生産高/設備ストック)が低下していることによるものである。こうした減価償却コストの上昇は、一方では、固定費の増加要因となり、足元の収益下押し要因となるが、他方では、企業の財務体質強化に資することになるため、将来の安定的な収益維持につながる面もあるといえよう。

(第16図)



(第8表)

業種別の有形固定資産減価償却累計率

(単位・%)

	45年度	50年度	55年度	60年度	61年度	62年度
製 造 業	47.99	53.47	59.89	63.82	64.88	66.13
加 工 業 種	51.00	58.06	61.99	63.88	65.24	66.71
素 材 業 種	46.53	51.15	58.67	63.78	64.58	65.62
非 製 造 業(除く電力)	44.85	46.63	48.63	51.44	51.70	51.99

(注) 有形固定資産減価償却累計率は以下の算式による。

$$\text{有形固定資産減価償却累計率} = \frac{\text{有形固定資産} - \text{土地} - \text{建設仮勘定} + \text{有形固定資産減価償却累計額}}{\text{有形固定資産}} \times 100$$

(注6) 最近の設備投資の盛上りの背景等については、調査月報63年9月号掲載論文「今回設備投資拡大局面の特徴と持続性」参照。

てみると、製造業では減価償却累計率が40年代後半以降一貫して上昇している(第8表)。業種別には、とくに素材関連で鉄鋼、化学、合繊、石油精製等の大型投資の償却が進捗したこともあって上昇が著しいが、今次円高局面においては自動車、造船のほか、電気機械、一般機械等加工業種における急ピッチの上昇が目立っている。

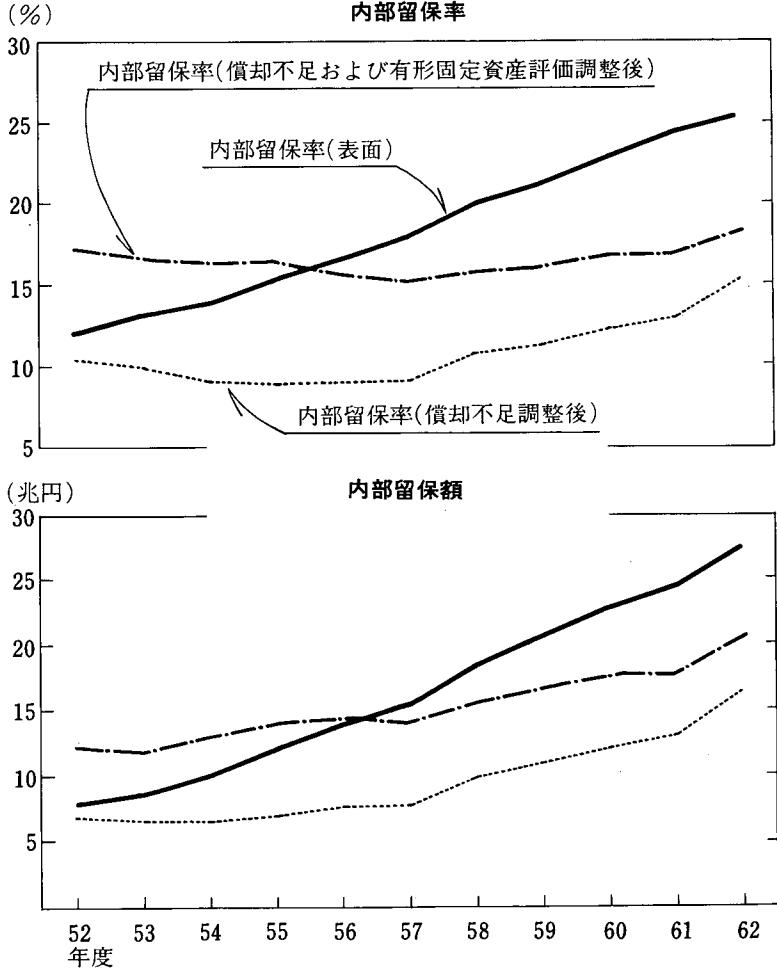
(第17図) 内部留保の推移

(1) 内部留保増減(Δ)額

(単位・億円)

	60 年 度	61 年 度	62 年 度
製 造 業	15,919	9,378	15,230
内需型業種	5,607	5,368	8,053
輸出型業種	10,312	4,009	7,177
非 製 造 業	6,242	8,200	7,463

(2) 実勢内部留保等の推移 (製造業)



(内部留保はかなりの積上がり)

この間、内部留保の62年度の動きをみると(第17図)、期間損益の動きを映じ、非製造業では積増しテンポが幾分鈍化した一方で、製造業では内需型業種が既往最高の積増しとなったほか、輸出型業種でもかなり大幅の増加となった。また、物価変動に伴う影響を調整するため、表面の内部留保から物価上昇に伴う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直す等により実勢内部留保率を試算してみると、期間損益の回復に加え物価安定に伴う償却不足の縮小から、上昇テンポを強めている。

こうした内部留保の積増しは、実物投資が拡大しても借入金等外部負債に依存せずに、内部貯蓄でまかなえ、また自己資本比率を高めることにより経営の安定化につながるものである。

(3) 自己資本拡充に伴う財務体質の強化

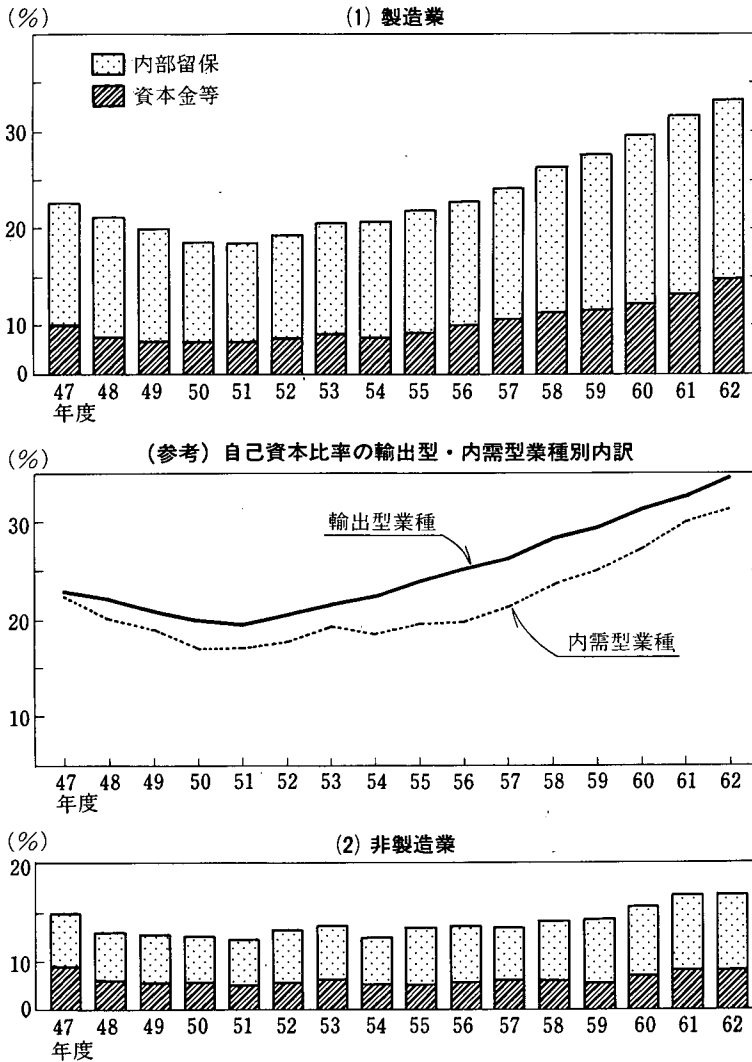
62年度の自己資本比率は(第18図)、製造業では内部留保の積増しに加え、資本市場からの調達が増加したことから引続き既往ピークを更新した。一方、非製造業ではC P発行等外部負債のウェイト増大から前年度をやや下回ったが、引続き高水準で推移した。

ところで製造業の期待収益率(利払前総資本経常利益率)と調達金利(有利子負債金利)の事後的な関係をみると(第19図)、62年度には期待収益率は売上高経常利益率の改善から3年ぶりに上昇に転じた反面、調達金利は金融緩和の持続や調達手段の多様化もあって低下傾向を続けており、再び59、60年度以来の期待収益率が金利を上回る状況となった。一般的にこうした局面では、低利の借入金等外部負債の増加をテコとして利益を高めていく、いわゆるレバレッジ効果^(注7)が働き、自己資本比率の上昇が抑えられる傾向があったが(ちなみに過去の局面では、54年度には上昇ピッチが鈍化)、62年度の自己資本比率の上昇ピッチは全く鈍化しなかった。これは、資本市場からの調達が、調達手段の多様化や61年度に続き運用利回りが調達金利を上回る状況にあったこともあって増加したこと、また海外進出や新規事業分野への積極的な展開を図るための経営安定化の観点などか

(注7) 第一次石油危機以前の高度成長期にあっては、企業の期待収益率が高く金利水準を上回っていたため、借入れ等外部負債の増加をテコとして利益を高めていく(いわゆるレバレッジ効果)インセンティブが強く働いた。しかし50年代以降期待収益率がそれ以前に比べて低下し、収益実現に関する不透明感が高まるなかでは、企業経営の安定性といった点から利益率の振れを小さくするためにも、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働いたものとみられる。

(第18図)

自己資本比率の推移

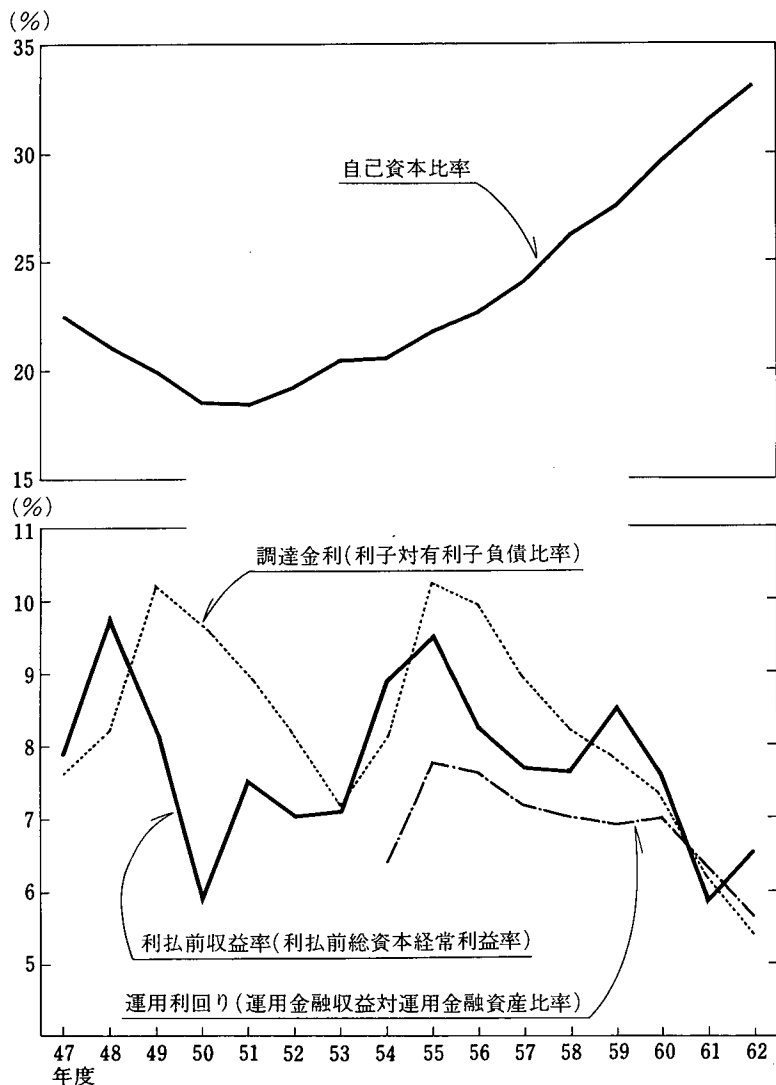


(注) 内部留保=利益準備金+その他の剰余金-配当金・役員賞与金
 資本金等=資本金+新株式払込金+資本準備金

ら、自己資本拡充のインセンティブのほうがより強く働きは始めていることを示唆しているものと思われる。

(第19図)

自己資本比率、収益率、金利の動向(製造業)



5. 好収益の持続性

以上みてきたように製造業(除く石油精製)の62年度収益は、3年ぶりの増益となり、その収益水準(売上高経常利益率)も4.45%と、47年度以降15年間の平均値である4%を上回った。これは金融緩和の持続、物価安定の下での内需主導の景気回復という経営環境の好転によっているのは当然であるが、一方で、企業サイドの内需適応、高付加価値化、合理化や、さらには自己資本の充実等財務体質の強化、といった収益体質の改善努力が奏効した面も大きい。そこで以下では、こ

(第9表)

企業収益構造の収益類似局面との比較
(製造業(除く石油精製))

(単位・%)

	40年度	41年度	42年度	43年度	51年度	52年度	53年度	54年度	61年度	62年度	63年度
売上高(前年度比)	4.7	16.2	20.0	17.8	13.5	5.5	4.4	14.9	Δ 5.1	3.5	6.5
経常利益(前年度比)	Δ16.5	46.8	37.4	12.6	163.5	2.1	30.9	50.2	Δ28.0	36.9	23.9
売上高経常利益率	4.38	5.53	6.33	6.06	3.09	2.98	3.73	4.88	3.36	4.45	5.21
(前年差、%ポイント)	Δ1.11	1.15	0.80	Δ0.24	1.76	Δ0.11	0.75	1.15	Δ1.07	1.09	0.74
固定費(前年度比)	7.6	12.0	15.7	40.2	9.3	5.3	3.8	10.4	Δ 1.6	4.5	—
三固定費(前年度比)	9.6	8.9	14.2	20.2	7.0	3.9	1.1	7.6	Δ 2.7	Δ 0.9	—
固定費比率	26.16	25.22	24.31	29.20	32.52	32.41	32.16	30.91	31.94	32.25	—
三固定費比率	19.74	18.76	17.78	18.14	19.23	18.90	18.26	17.10	16.77	16.06	—
投入原単位	—	—	71.49	72.81	69.65	70.28	70.76	67.32	69.69	68.38	—
増益増収率	7.7	9.5	13.2	14.6	8.4	5.5	2.1	9.7	Δ 1.5	0.1	—
損益分岐点売上高比率	85.67	82.02	79.34	82.82	91.32	91.57	89.60	86.36	90.47	87.87	—
自己資本比率	27.22	26.69	25.38	25.11	19.34	20.05	21.23	21.87	31.90	33.79	—

(注1) 63年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)による。

(注2) ・固定費比率=固定費/売上高

・三固定費=人件費+純金融費用+減価償却費

・投入原単位=投入数量/産出数量

・増益増収率=増減益分岐点売上高増加率

うした好収益の持続性を判断するうえでのポイントとなる企業の収益体質の改善度、換言すれば景気循環にあまり左右されない経営の安定度について、40年代以降の企業収益回復局面と比較することによって探ってみよう(第9表)。^①第一次石油危機後の低成長期における円高局面ということで52～53年度、また^②高度成長下、長期にわたった景気拡大局面の初期ということで41～42年度と比較してみると、今回局面における企業の収益構造は、低水準の売上高三固定費(人件費+純金融費用+減価償却費)比率と高水準の自己資本比率が顕著な特徴である。

まず三固定費^(注8)のウェイトが低下していることは、低成長期入りした50年代以降の企業の不断の合理化努力を反映したものであるが、こうした合理化努力は投入原単位の低下にも現われている。このため、前述のような販管費の増大を主因に損益分岐点売上高比率自体は高度成長の局面に比べて高くなっているが、上記の両要因が相まって損益分岐点の上昇を抑え、比較的低めの売上げの伸びでも収益のあがる柔軟な収益構造の実現につながっている^(注9)。

(注8) 固定費全体では、企業の構造転換努力を映じた販管費の増大により、今回の局面は52～53年度の局面とともに、41～42年度の局面より売上高対比でみても高い水準にある。

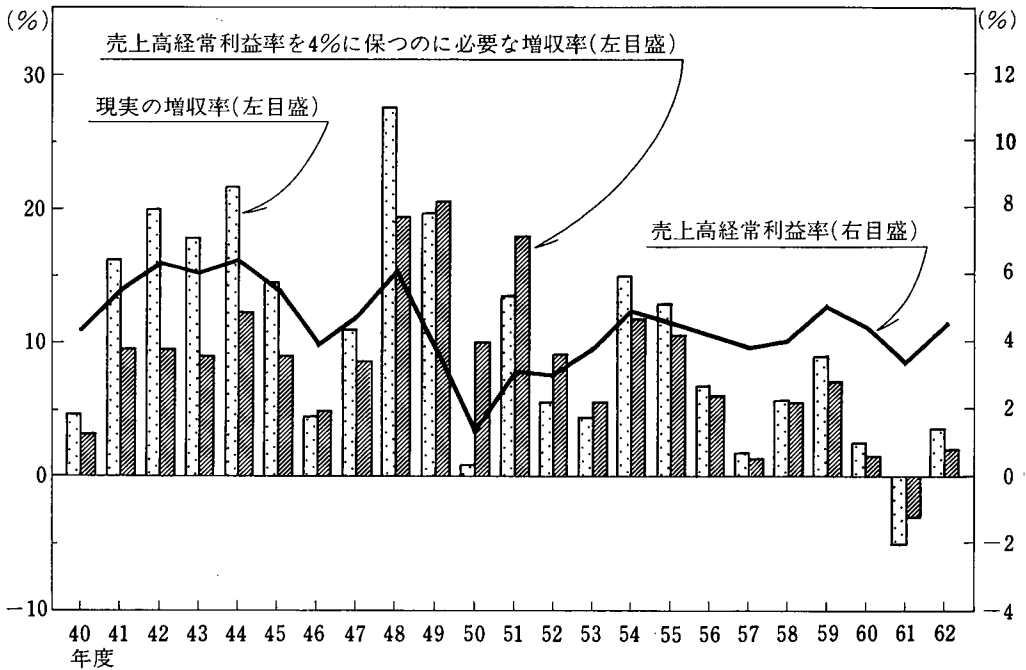
事実、前年度並みの利益額を維持するのに必要な増収率を示す「増益増収率」(増減益分岐点売上高増加率)を事後的に試算してみると(前掲第9表)、40年代以降初めて固定費が減少し、減収でも増益となる可能性のあった61年度を除くと、62年度は40年度以降最も低い増収率(+0.1%)でよい姿となっている。

また、「主要企業短期経済観測調査」において経験的に企業の業況感の良否の分岐点となっている売上高経常利益率4%を目途に、これを実現するのに必要な増収率を事後的にみても(第20図)、40年代初頭には10%近い売上げの伸びを要していたのに対し、60年代には1%程度の伸びで達成可能との計算になる。

次に、自己資本の充実は、外部資金調達依存度の低下を通じて利益率の振れを小さくするため、企業経営の安定性につながるうえ、景気後退局面のように期待

(第20図)

増 収 率 の 推 移 (製造業<除く石油精製>)



(注) 4.0%の売上高経常利益率を確保するのに必要な増収率(s)は次式により導出。

$$s = \frac{\text{固定費}}{\text{前期売上高}} \div (1 - \text{変動費比率} - 0.04)$$

(注9) こうした収益体質の改善は、売上原価比率の長期的な低下傾向にも現われている。すなわち製造業について売上原価(変動費+固定費-販管費-純金融費用)の対売上高比率をみると、製品輸入への依存の高まりを映じて商品仕入高比率が上昇傾向を強めているものの、製造原価比率が投入原材料比率の低下を主因に引続き改善していることから、長期的な低下傾向をたどっている。

収益率が調達金利を下回る場合にも、支払金利負担が相対的に軽いため、結果として、利払後収益がさほど低下しないという効果がある。

この間、製造業の資金需給動向を過去の局面と対比してみると(第10表)、62年度には、①実物投資に対する内部資金でのカバー率の高さ、②投資全体に占める金融投資のウエイトの高さ、③資金調達に占める増資およびエクイティ物のウエイトの高さなど、際立って分厚い財務構造となっている。こうした財務面の充実も、弾力的かつ安定的な企業活動を可能にし、かつ企業収益を下支えする大きな要因として評価できよう。ただ、②の金融投資の内訳をみると、現預金の急速な積上がりが目立っており、企業の手元流動性が非常に高まっている点は留意を要しよう。

(第10表)

資 金 需 給 動 向(製造業)

(単位・兆円、%)

	40年度	41年度	42年度	51年度	52年度	53年度	60年度	61年度	62年度
実 物 投 資(A)	0.9	1.1	2.3	2.9	2.3	1.7	5.0	3.0	4.7
設 備 投 資	0.9	0.9	1.7	2.7	2.6	2.5	5.5	5.0	5.0
在 庫 投 資	0.0	0.2	0.6	0.2	△ 0.3	△ 0.8	△ 0.5	△ 2.0	△ 0.3
貯 蓄(B)	0.7	1.0	1.2	2.5	2.6	2.8	5.7	5.3	6.0
減 価 償 却	0.6	0.7	0.8	2.1	2.2	2.3	4.1	4.4	4.5
内 部 留 保	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	1.6	0.9	1.5
資 金 過 (△) 不 足	0.2	0.1	1.1	0.4	△ 0.3	△ 1.1	△ 0.7	△ 2.3	△ 1.3
外 部 資 金 調 達	0.9	0.5	1.3	1.8	0.8	△ 0.7	1.5	1.4	2.2
借 入 金	0.8	0.3	1.1	1.3	0.3	△ 1.0	△ 0.3	△ 1.2	△ 1.9
社 債	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	1.0	1.6	1.5
増 資	0.0	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.8	1.0	2.6
資 金 運 用(C)	n.a.	0.3	0.4	1.1	0.7	0.9	1.3	3.0	4.5
現 預 金	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.3	1.6	3.1
短期所有有価証券	0.1	0.0	0.0	0.5	0.4	0.6	0.1	1.0	0.4
そ の 他	n.a.	0.2	0.2	0.4	0.2	0.3	0.9	0.4	1.0
企業間信用その他	n.a.	△ 0.1	0.2	△ 0.3	△ 0.4	0.5	△ 0.9	△ 0.7	1.0
売 上 高	12.6	14.4	17.3	61.7	64.8	66.9	112.6	104.4	109.0
B/A	80.0	87.6	53.0	86.0	112.7	170.4	115.3	178.8	128.4
C/(A+C)	n.a.	22.4	15.3	27.3	22.2	35.9	20.1	50.4	48.7

おわりに

62年度の企業収益は、金融緩和の持続とそれを可能にした物価安定の下での内需主導型の景気回復過程で、売上数量の増大に伴う固定費負担の軽減を主因に、顕著な回復をみた。こうした好収益は、経営環境の好転の一方で、企業の円高対応のための構造転換や合理化努力、さらには自己資本の充実といった財務体質の強化努力等が実を結んだものといえる。こうしたミクロ面での企業努力は、一時的なものではなく構造的に企業のコスト・収益構造を改善し、低い売上げの伸びでも収益があがるような体質を形成しつつあるのがみてとれたが、このような収益基盤は好収益の持続性を高めるものとして大いに評価されよう。

その場合、持続的な好収益が実現できれば良好な企業マインドが長期にわたって維持されるわけであり、ひいてはそれが設備投資態度や雇用態度への好影響を通じて、マクロ面での持続的な景気拡大を可能とすることになる。さらにはこうした内需主導型の景気拡大の持続は、引続きわが国の最大の政策課題である対外不均衡の是正に資することにもなろう。

こうした安定的な企業マインドを持続させ、さらには内需主導型の息の長い景気拡大を維持するためのマクロ的な条件は、やはり物価安定の持続である。

幸いにも、現在の経済動向は、「情勢判断資料」(63年秋)で示したとおり、個人消費と設備投資を両輪とする内需の好調持続が期待されており、企業収益面でも、当面は販価引上げに依存しなくても収益を確保できる状況にあるといえよう。加えて、原油価格や為替相場の最近の落ち着いた動き等を勘案すると、持続的な景気拡大のポイントとなる物価安定の持続も期待でき、現在の良好な景気局面を持続する条件はかなり整っているとみることができよう。ただ、製品需給、労働需給がすでに相当引締まった状況にあるだけに、今後、総需要の拡大テンポが一段と加速する場合には、需給の逼迫が拍車されるとともに、賃金コストの上昇に伴う価格引上げ圧力が生じかねない点については十分留意しておく必要がある。