

# 大型景気の下における企業経営動向について

——「平成元年度主要企業経営分析」から——

## 〔要 旨〕

1. 平成元年度の主要企業の経常利益は、大型景気下における売上高好伸を受けて堅調な増益基調を持続した。また売上高経常利益率も、製造業で昭和48年度以来の高水準を記録したほか非製造業でも実勢では上昇をみた。
2. 企業の費用・収益構造を製造業についてみると、これまでのところ、①原材料費や人件費等のコストアップは数量効果に加え企業の合理化努力もあって吸収できている、②金融収支改善が引続き好収益に寄与している、③経費増の中には試験研究費等の前向きのコストも含まれている等から考えて全体として引続き安定的であり、これを反映して元年度の損益分岐点对売上高比率は昭和48年度以来の最低を記録した。
3. 一方、企業の財務構造をみると、内部資金(内部留保十減価償却費)が収益好調から着実な増加傾向をたどる一方で、エクイティファイナンスを中心とする外部資金調達が大幅増加をみており、その大半が大口定期等の金融資産積増しに振向けられるかたちとなっている。この結果、自己資本比率や金融資産対金融負債比率が上昇し、財務体質が強化されるとともに金融収支が大幅な改善をみている。

この間、株式および土地の保有残高がここ3～4年伸びを高めているが、これら資産の増大は、価格変動に伴う評価・含み損益の発生や担保力の変動により企業の収益や資金繰りを不安定化させる面がある点には注意が必要であろう。

4. 企業の収益・財務構造を過去の景気拡大局面と比較してみると、総じてかなり安定的であることがわかるが、ただ、その改善度合には業種・規模によって格差がみられる。したがって、ここへきて顕現化しつつある原油価格上昇、人件費・物流費の増大、金利上昇といった外部環境の変化が今後の企業収益・財務面に与える影響については注意深く見守っていく必要があるが、少なくとも主要企業においては、目先、収益基盤が大きく崩れる可能性は小さいといえよう。

なお、企業収益ひいてはわが国経済の安定のためのマクロ的条件として物価安定が重要であることにはいささかの変わりもなく、今次中東危機発生に伴う原油価格上昇も加わってインフレ圧力が高まってきている状況下、先般日本銀行は第5次公定歩合引上げを実施したが、ミクロ面では、各企業が今後とも慎重な価格設定態度を維持していくことが望まれる。

## 〔目 次〕

- |                   |                    |
|-------------------|--------------------|
| はじめに              | (研究開発費・広告宣伝費は上昇)   |
| 1. 平成元年度の企業収益動向   | (企業の損益分岐点は引続き低下)   |
| (1) 売上高および経常利益の動向 | 2. 中・長期的にみた財務構造の変化 |
| (堅調な増収増益基調を継続)    | (1) 財務体質の改善        |
| (2) 好収益の背景        | (資金運用・調達にみられる変化)   |
| (数量効果の持続)         | (自己資本比率等の上昇)       |
| (原材料投入原単位はなお低水準)  | (金融収支への影響)         |
| (人件費の増勢加速は労働生産性上昇 | (2) 株式・土地投資の拡大     |
| で吸収)              | 3. 今後の企業収益の展望      |
| (金融収支は引続き改善傾向)    | おわりに               |

## はじめに

わが国経済は、昭和61年末をボトムとして回復に転じたあと、62年度半ば頃から本格的な拡大過程に入り、現在も、設備投資と個人消費を軸とする内需主導型の景気拡大を続けており、40年代前半の「いざなぎ景気」以来の大型景気の出現となっている。

こうした中であって企業は、自らの合理化・体質改善努力に加え、60年秋以降の円高および原油安を契機とした交易条件の改善、金融緩和の進展、物価・賃金の落ち着きといったマクロ的諸条件にも恵まれて、増収増益基調を維持するとともに安定的な収益・財務構造を築き上げてきた。しかし、ここへきてこうしたマクロ的諸条件は変化をみせはじめており、企業の収益環境は徐々に厳しさを加えつつある。

本稿では、こうした環境変化に対する企業の抵抗力を検証する意味合いも込めて、今次大型景気下における収益・財務構造の中期的な変化に焦点をあてつつ、「平成元年度主要企業経営分析<sup>(注1)</sup>」の特徴点をみていきたい。

(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り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。元年度の集計対象社数は638社(製造業387社、非製造業251社)であり、対象期間は元年度中に決算期が到来した企業の会計年度によっている。したがって本調査には、4～6月決算企業の場合(集計社数の1.6%に相当する10社)のように、むしろ63年度中の収益地合を反映した動きも含まれている。

なお、元年度からは、経済のソフト化・サービス化に対応するため、調査対象企業を非製造業中心に拡充する(19社、うち製造業6社、非製造業13社)とともに、業種区分として通信とリースを追加した。

## 1. 平成元年度の企業収益動向

### (1) 売上高および経常利益の動向

(堅調な増収増益基調を継続)

平成元年度の主要企業の売上高は、全産業で前年度比+16.0%(昭和63年度+8.6%)と55年度(+17.1%)以来の高い伸びとなった(図表1)。

これを業種別にみると、製造業では、内需が個人消費や設備投資の順調な拡大から好調を持続したことに加え、輸出が為替円安化に伴う円手取り増から大幅に増加したこともあって、前年度比+7.8%と前年度(+9.6%)に続き堅調な伸びとなった。また、非製造業では、前年度比+21.6%(63年度+8.0%)と大幅に伸び率を高めた。これには、大手商社の売上高<sup>(注2)</sup>が金貯蓄口座関連金取扱高の膨張から著増した(63年度+7.8%→元年度+32.1%)ことが大きく影響しているが、大手商社を除くベースでも前年度比+8.5%(63年度+8.2%)と着実な増加を示した。

こうした状況下、主要企業の収益動向をみると、円高に伴うデフレ・インパクトの大きかった61年度をボトムとして順調な増益基調をたどってきており、元年度の経常利益は全産業で前年度比+8.9%と前年度(+27.3%)大幅増益のあとも(図表1)

売上高、経常利益の推移

(前年度比増減(Δ)率・%)

		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	元年度	2年度 (予測)
製 造 業	売 上 高	15.4	6.7	1.5	3.7	7.9	1.9	Δ 7.3	3.1	9.6	7.8	6.6
	うち内 需	13.2	3.2	1.8	2.9	6.3	1.7	Δ 5.5	6.3	11.5	7.1	6.9
	輸 出	24.5	20.3	0.4	6.2	12.8	2.6	Δ12.5	Δ 6.9	2.6	10.9	5.4
	経 常 利 益	6.7	Δ14.5	1.9	6.7	33.9	Δ 9.2	Δ26.8	36.0	39.3	11.3	5.3
	除く石油精製	5.5	Δ 2.8	Δ 9.3	6.2	36.6	Δ 9.3	Δ28.0	36.9	40.4	12.8	4.9
	素材業種	Δ 8.1	Δ20.6	Δ28.6	13.2	70.1	Δ12.6	Δ14.7	66.5	43.4	5.0	Δ 3.3
	加工業種	15.6	7.6	Δ 1.1	4.4	26.4	Δ 7.9	Δ33.2	22.2	38.3	18.2	9.7
非 製 造 業	売 上 高	18.4	8.6	3.1	1.6	8.2	4.4	Δ11.9	7.3	8.0	21.6	0.0
	経 常 利 益	182.4	Δ19.3	Δ 5.8	16.1	4.6	17.7	14.5	Δ 4.1	8.7	4.6	Δ 0.9
	除く電力・通信・リース	27.8	1.7	Δ 8.2	0.3	13.3	5.1	6.4	16.1	20.8	15.0	7.6
全 産 業	売 上 高	17.1	7.8	2.4	2.4	8.1	3.4	Δ10.1	5.6	8.6	16.0	2.5
	経 常 利 益	39.2	Δ16.3	Δ 0.8	10.0	23.0	Δ 0.7	Δ11.4	16.7	27.3	8.9	3.0

(注) 2年度(予測)は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(2年8月)による。

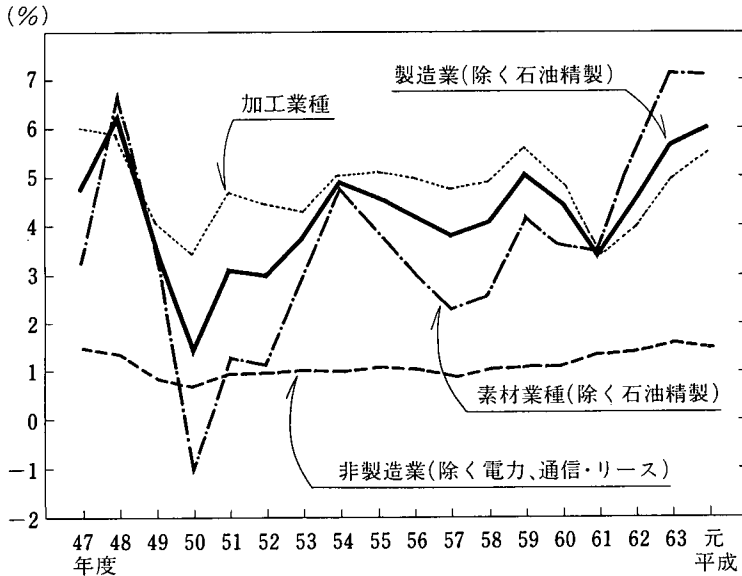
(注2) 大手商社の元年度売上高は129.9兆円と非製造業全体(同215.0兆円)の約6割を占めている。

堅調な伸びを示した(注3)。

まず、製造業の経常利益について振れの大きい石油精製を除くベースでみると、元年度は前年度比+12.8%と伸び率鈍化ながら3年連続して二桁増益となり(62年度+36.9%→63年度+40.4%)、売上高経常利益率も6.01%(63年度5.65%)とさらに上昇し、48年度(6.23%)以来の高水準となった(図表2)。これを素材・

(図表2)

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	55~59 年度平均	60 年度	61 年度	62 年度	63 年度	元 年度	2年度 (予測)
製 造 業 (除く石油精製)	4.90	3.20	4.31	4.43	3.36	4.45	5.65	6.01 (6.10)	— (6.01)
素材業種 (除く石油精製)	4.43	1.81	3.17	3.59	3.42	5.46	7.12	7.12 (7.20)	— (6.66)
加工業種	5.29	4.35	5.03	4.88	3.34	3.95	4.94	5.49 (5.61)	— (5.73)
非 製 造 業	1.38	1.21	1.50	1.71	2.22	1.98	1.99	1.91 (1.99)	— (1.97)
除く電力・通 信・リース	1.21	0.91	0.98	1.07	1.30	1.40	1.54	1.46 (1.59)	— (1.72)

(注1) ( )内は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(2年8月)による。

(注2) 素材・加工業種別区分は次による。

素材業種：繊維、紙・パルプ、化学、石油精製、窯業、鉄鋼、非鉄金属。

加工業種：食料品、印刷、ゴム製品、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。

(注3) 経常欠損企業の割合も、元年度は2.4%と低水準の前年度(2.9%)をさらに下回り、既往最低となった。

加工業種別にみると、経常利益については、素材業種(除く石油精製)では大幅に伸びが鈍化した(63年度+43.4%→元年度+5.0%)。これは、紙・パルプ(同、+28.3%→△11.4%)、化学(同、+21.4%→+2.5%)等が市況軟化を主因に減益ないし伸び悩みとなったことに加え、鉄鋼が好伸した前年度比大幅に伸びを鈍化させた(同、2.7倍→+9.3%)ことなどが影響している。一方、加工業種では食料品を除く全業種が二桁の伸びを持続した(同、+38.3%→+18.2%)。また、売上高経常利益率については、素材業種(除く石油精製)では、62年度以降円高による輸入原材料コスト低下の恩恵をフルに受けて大幅に改善してきた(水準として加工業種を逆転)が、元年度は7.12%と高水準ながら前年度(7.12%、既往ピーク)比横ばいとなった。一方、加工業種では5.49%(63年度4.94%)と水準をさらに高めた。個々の業種では、一般機械(63年度4.96%→元年度6.18%)、電気機械(同、5.54%→6.18%)等の上昇と紙・パルプ(同、6.21%→5.19%)の低下が目につく。

次に、非製造業の経常利益について、為替円安化・原油価格上昇から大幅減益となった電力と今回から調査対象に追加した通信およびリースを除くベースでみると、元年度は前年度比+15.0%と7年連続の増益となった。また、売上高経常利益率は1.46%(63年度1.54%)と若干の低下をみたが、前述のように特殊要因によって売上高が著増した大手商社を除いた実勢ではむしろ上昇しており(63年度3.54%→元年度3.73%)、中でも建設の上昇(同、3.85%→4.56%)が目立つ。

なお、最近では、企業の子会社等を通じた事業多角化・国際化が進む中で、その経営実態を的確に把握する手段として連結決算が重視されるようになりつつあるが、「主要企業経営分析」対象企業のうち連結決算データの利用可能な454社についてそれらが連結対象としている子会社等(持分法適用会社も含む10,047社)の業績をみると(図表3)、元年度の全産業ベースの売上高、経常利益はそれぞれ前年度比+14.2%、+8.7%と、前年度の伸びが高かったこともあって親会社単独の伸び(同、+17.7%、+12.9%)を下回ったが、売上高経常利益率は5.24%と親会社単独(3.13%)を大きく上回っており、企業の事業多角化・国際化戦略が着実に収益面に寄与しつつあることがうかがわれる。

こうした収益好調を背景として、企業マインドも好感度を高め、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成2年8月調査、以下「主要短観」と略称)の業況判断D.I.(「良い」-「悪い」、社数構成比)は、製造業では元年5、8月(55%)に、また非製造業では元年11月(52%)に、それぞれ既往ピークを記録した。

(図表 3)

売上高、経常利益の連単比較

(単位・%)

		売上高 (前年度比)		経常利益 (前年度比)		売上高経常利益率	
		63年度	元年度	63年度	元年度	63年度	元年度
全 産 業	連 結 決 算	10.3	17.2	37.7	11.9	3.60	3.44
	親会社単独	9.0	17.7	34.0	12.9	3.27	3.13
	連結子会社等	18.3	14.2	52.0	8.7	5.51	5.24
	連 単 比 率	1.17	1.17	1.29	1.28	—	—
製 造 業 (除く石油精製)	連 結 決 算	12.3	10.4	42.3	12.0	5.99	6.07
	親会社単独	10.5	7.3	40.4	13.3	5.71	6.03
	連結子会社等	19.6	22.4	48.6	7.8	7.05	6.22
	連 単 比 率	1.26	1.30	1.32	1.31	—	—
非 製 造 業 (除くリース)	連 結 決 算	9.1	23.0	26.2	15.5	1.55	1.46
	親会社単独	8.3	25.6	19.4	15.7	1.42	1.31
	連結子会社等	16.4	0.2	71.3	14.5	2.70	3.09
	連 単 比 率	1.11	1.11	1.22	1.21	—	—

(注) 連単比率は連結決算／親会社単独決算(実額ベース)。  
連結子会社等には持分法適用会社を含む。

(2) 好収益の背景

(数量効果の持続)

上記のように、平成元年度の企業収益は昭和62、63年度と大幅増益のあとも堅調な増益基調を持続したが、その背景を製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率の変化幅(前年度比+0.29%ポイント<除く「物品税等」ベース<sup>(注4)</sup>>)を要因分解して分析すると、変動費比率(変動費／売上高)、固定費比率(固定費／売上高)とも前年度に続き低下し、経常利益率の上昇に寄与したことがわかる(図表4)。

これをやや詳しくみると、変動費比率の低下(売上高経常利益率変化幅に対する寄与度<以下同じ>+0.24%ポイント)については、原材料費比率(原材料費／売上高)は上昇をみた(△0.39%ポイント)ものの、「その他変動費」要因が製品・仕掛品在庫に関する実質在庫評価益<sup>(注5)</sup>のほか電力料金引下げに伴う動力燃料

(注4) 元年度については、消費税導入に伴う物品税の廃止が変動費等に大きく影響。このため、売上高経常利益率の変化幅の要因分析にあたっては売上高、変動費および固定費から「物品税等」を控除している。

(注5) 売上原価(製品製造原価、材料費)計算の際に必要な平均単価の算出方法としては、「総平均法」を採用する企業が多いが、その場合、期首棚卸高を加味することから、製品(仕掛品、材料)の価格が上昇(または低下)傾向にあるときには、仮に期中の製品製造原価(総製造費用、材料仕入高)の平均単価を用いた場合に比べ、原価(費用)が小さく(または大きく)なる結果、実質上、評価益(または損)が発生する。

(図表 4)

売上高経常利益率の変化の要因分解  
(製造業(除く石油精製))

(単位: %ポイント、Δは利益率押下げ)

		59年度→61年度	61年度→元年度	61年度→63年度 (変化幅等は 年度平均)	(注) 63年度→元年度
売上高経常利益率変化幅 (為替差損益・実質在庫評価損益を除く)		Δ 1.66 〈Δ 0.78〉	2.58 〈 1.57〉	1.15 〈 0.75〉	0.29 〈 0.07〉
要 因 別 寄 与 度	変動費比率 (実質在庫評価損益を除く)	Δ 0.39 〈 0.45〉	1.71 〈 0.64〉	0.74 〈 0.36〉	0.24 〈Δ 0.08〉
	原材料費比率	1.72 〈 —〉	1.35 〈 1.08〉	0.87 〈 0.76〉	Δ 0.39 〈Δ 0.44〉
	その他変動費要因	Δ 2.11 〈 —〉	0.36 〈Δ 0.45〉	Δ 0.14 〈Δ 0.41〉	0.63 〈 0.35〉
	固定費比率	Δ 1.23	0.93	0.39	0.15
	固定費要因	Δ 0.46	Δ 6.09	Δ 1.68	Δ 2.74
	人件費要因	Δ 0.20	Δ 1.30	Δ 0.24	Δ 0.83
	純金融費用要因	0.43	0.68	0.23	0.22
	減価償却費要因	Δ 0.43	Δ 0.60	Δ 0.14	Δ 0.33
	その他固定費要因	Δ 0.27	Δ 4.87	Δ 1.54	Δ 1.80
	売上高要因	Δ 0.77	7.02	2.07	2.89
	価格要因	Δ 2.60	Δ 0.30	Δ 0.49	0.28
	数量要因	1.84	7.33	2.56	2.61
為替差損益		Δ 0.04	Δ 0.06	0.02	Δ 0.10

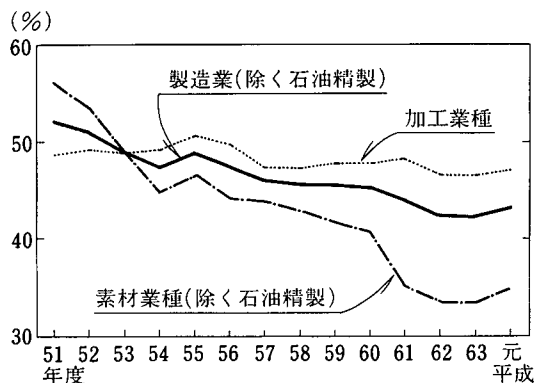
(注) 売上高、変動費、固定費から「物品税等」を控除して算出したベース。

費の低下等もあって下落した(+0.63%ポイント)ことが寄与している。一方、固定費比率の低下(+0.15%ポイント)については、人件費(Δ0.83%ポイント)、減価償却費(Δ0.33%ポイント)等が増加をみたものの、企業の財務体質改善を反映した純金融費用の減少(+0.22%ポイント)や売上高の大幅な増加(+2.89%ポイント)が同比率押下げ要因(したがって収益押上げ要因)として大きく寄与したことによる。このうち売上高の固定費比率押下げ効果を価格要因と数量要因に分解してみると、価格要因も元年度は同比率押下げ方向に働いた(+0.28%ポイント)が、何といっても数量要因による同比率押下げ寄与が大きく(+2.61%ポイント)、62年度以来、内需を中心とした景気の順調な拡大に伴う数量効果が引続き好収益を支える柱となっていることがうかがわれる。

もっとも、62年度以降の売上高経常利益率の改善過程について62～63年度(平均)と元年度に区切って比較してみると、改善のテンポは大きく鈍化し(62～63年度平均+1.15%ポイント→元年度+0.29%ポイント)、さらに為替差損益や実質

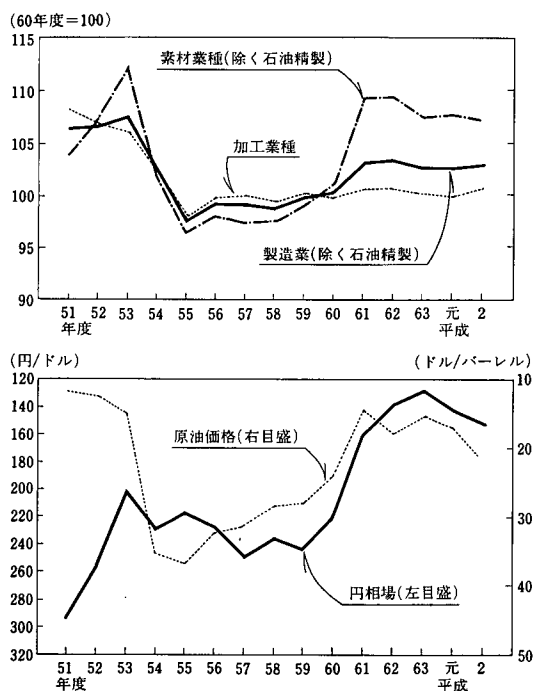
(図表5)

## 原材料費対売上高比率の推移



(図表6)

## 交易条件の推移（円相場、原油）



(注) 2年度は4～9月の平均。

在庫評価損益を控除した期間損益の実勢ではほぼ頭打ちとなっており(同、+0.75%ポイント→+0.07%ポイント)、原材料費比率の上昇への転化(同、+0.76%ポイント→△0.44%ポイント)、人件費をはじめとする固定費の増勢の強まり(同、△1.68%ポイント→△2.74%ポイント)といった各種コストアップ圧力の収益面への影響について今後注意を要することを示唆している。そこで、以下では各費用の動きについて若干分析してみることにする。

(原材料投入原単位はなお低水準)

製造業(除く石油精製)の原材料費対売上高比率の動向をみると、昭和61年度以降の為替円高化・原油等海外原燃料市況の安定による交易条件の好転および企業の合理化努力を背景とした投入原単位の低下を反映して、素材業種を中心にその水準を大きく低下させてきたが(図表5、6、7)、平成元年度については素材業種における投入原単位の上昇<sup>(注6)</sup>を主因にわずかながら上昇に転じた(62～63年

度平均△0.87%ポイント→元年度+0.39%ポイント)。

もっとも、これまでの企業による合理化努力を反映して、投入原単位の水準

(注6) 素材業種における投入原単位上昇については、売上・生産数量の急速な拡大に伴う稼働率の急上昇から設備の生産効率がやや低下していることによるものではないかと推測される。



(図表 7)

原材料費比率の変化の要因分解  
(製造業(除く石油精製))

(単位・%ポイント)

		61年度	62年度	63年度	元年度
(除く石油精製)	原材料費比率 変化幅	Δ1.37	Δ1.64	Δ0.09	0.39
		Δ1.31	Δ0.10	0.32	Δ0.01
	交易条件 投入原単位	Δ0.06	Δ1.54	Δ0.41	0.40
	原材料費比率 変化幅	Δ5.65	Δ1.51	Δ0.13	1.36
		Δ2.94	Δ0.06	0.56	Δ0.06
素材業種	交易条件 投入原単位	Δ2.71	Δ1.45	Δ0.69	1.42
加工業種	原材料費比率 変化幅	0.49	Δ1.65	Δ0.10	Δ0.32
		Δ0.37	Δ0.05	0.22	0.09
	交易条件 投入原単位	0.86	Δ1.60	Δ0.32	Δ0.41

(注) ● 要因分解に用いた式は以下のとおり。

$$\frac{P_i Q_i}{P_o Q_o} = \frac{P_i}{P_o} \cdot \frac{Q_i}{Q_o}$$

売上高原材料費比率より

$$\Delta \left( \frac{P_i Q_i}{P_o Q_o} \right) = \left( \frac{P_i}{P_o} \right) \cdot \Delta \left( \frac{Q_i}{Q_o} \right) + \left( \frac{Q_i}{Q_o} \right) \cdot \Delta \left( \frac{P_i}{P_o} \right)$$

売上高原材料費比率      投入原単位要因      交易条件要因

$$\left[ \begin{array}{l} P_i : \text{投入価格、} Q_i : \text{投入数量} \\ P_o : \text{産出価格、} Q_o : \text{産出数量} \end{array} \right]$$

● 元年度の変化幅については「物品税等」を売上高から控除して算出。

(元年度44.35%)自体は、昭和40年代後半(平均58.01%)はもとより50年代(同49.90%)と比較してもなおかなり低い水準にあり、原燃料市況の影響を受けにくい収益体質は維持されているとみられる。

(人件費の増勢加速は労働生産性上昇で吸収)

製造業(除く石油精製)における人件費の動きをみると(図表8(1))、昭和63年度に増加に転じたあと平成元年度はさらに増勢を強めた(前年度比：62年度Δ0.4%→63年度+4.9%→元年度+7.3%)。これには、1人当たり名目賃金がベア、ボーナス支給率の上昇等を映じて上昇率を高めた(同、+1.5%→+6.4%→+7.5%)ことが大きく影響している。この間、従業員数(パート・臨時雇いは含まれない)

は、61年度以降減少基調を続け

(この間、後述のごとく、パート・臨時雇いを含むベースでは増加)、人件費を抑制する役割を果たしてきたが、人手不足感が強まる中で(「主要短観」における製造業の雇用人員判断D.I.<「過剰」-「不足」、社数構成比>：63年2月12%→元年2月Δ2%→2年2月Δ17%)、元年度はほぼ下げ止りとなった(前年度比：63年度Δ1.3%→元年度Δ0.2%)。

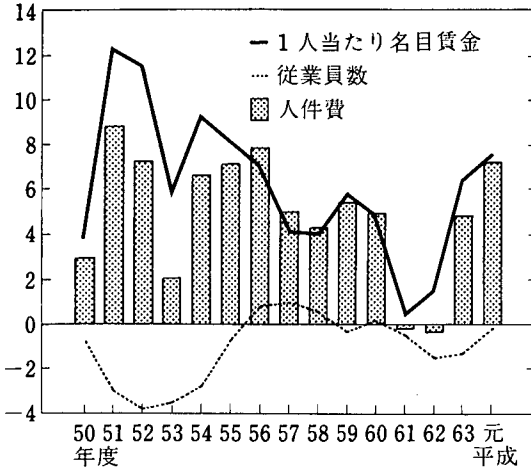
こうした人件費の増加を企業収益との関係でみると、元年度も、人件費対売上高比率は人件費を上回る売上高の伸びによって引続き若干低下しているほか(Δ0.05%ポイント、図表8(2))、労働生産性(1人当たり付加価値額)の伸びが引続き1人当たり名目賃金の伸びを上回っていることから労働分配率もさらに若干の低下をみており(Δ1.05%ポイント、図表9)、これまでのところ人件費の増加が収益面での足かせとなるまでには至っていない。なお、労働生産性を労働設備

(図表 8)

人 件 費 の 推 移

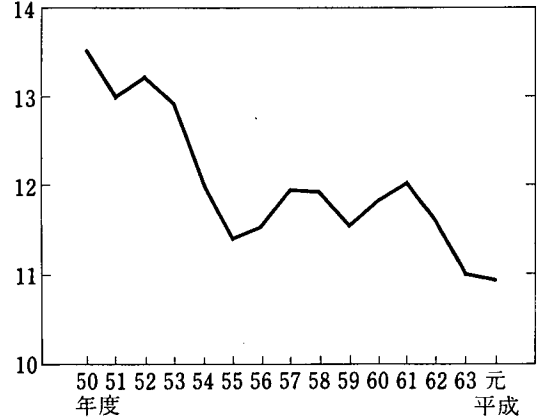
(1) 人件費(製造業<除く石油精製>)

(前年度比・%)



(2) 人件費対売上高比率(製造業<除く石油精製>)

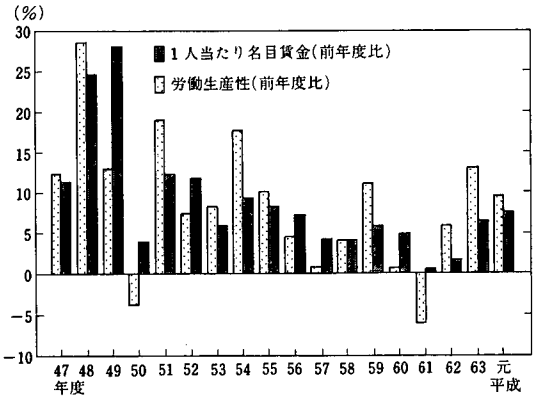
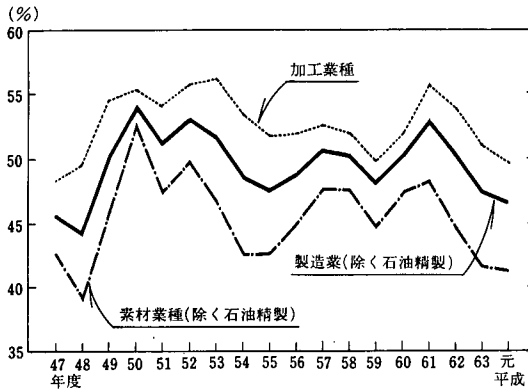
(%)



(図表 9)

労 働 分 配 率 の 推 移

(参考) 労働分配率の変動要因(製造業<除く石油精製>)

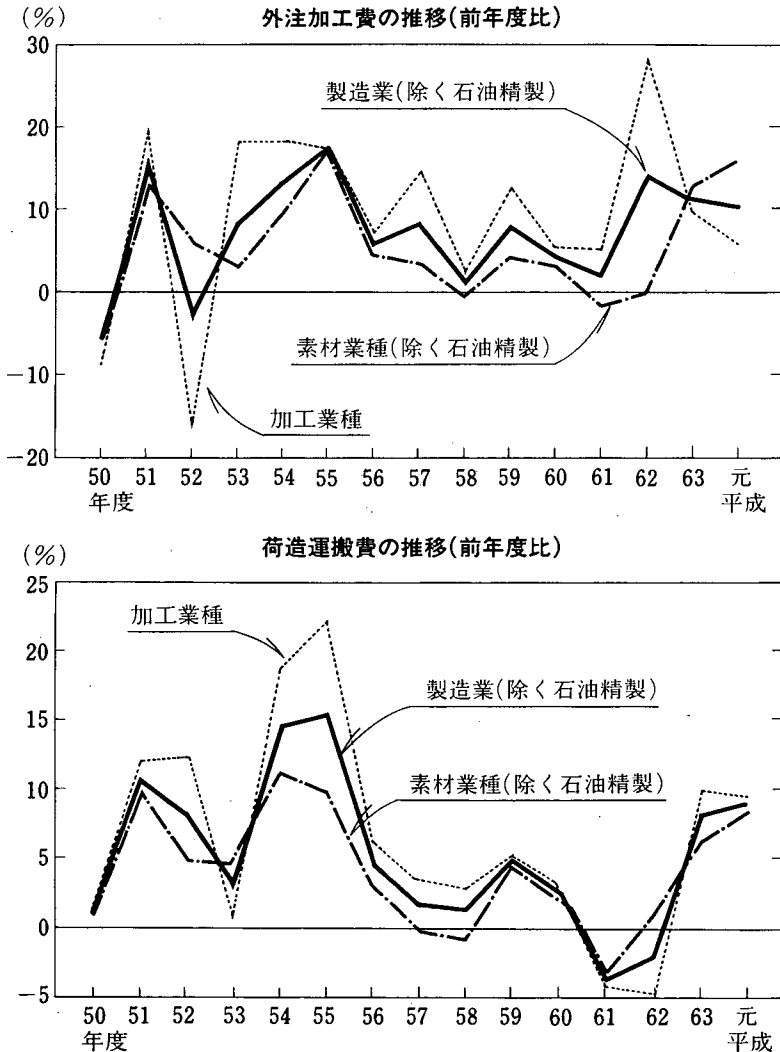


率(有形固定資産/従業員数、61年度11.3百万円→元年度13.3百万円)と設備投資効率(付加価値額/有形固定資産、同、93.5%→104.3%)とに分解すると、いずれも着実な上昇をみており、労働生産性の上昇は企業が投資効率の向上を眺めつつ合理化・省力化投資を積極的に行ってきた(「主要短観」における合理化・省力化投資<製造業、前年度比>：61年度△8.7%→63年度+17.4%→元年度+17.5%)結果でもあることがみてとれる。

もっとも、2年度入り後の雇用環境を「主要短観」からうかがうと、製造業の雇用者数(パート・臨時雇いを含む)が増加傾向にある(前年同期比: 2年3月末+1.8%→6月末+2.8%→9月末<予測>+3.1%→12月末<同>+2.9%)にもかかわらず、企業の雇用人員判断D.I.はさらに「不足」超幅を拡大(注7)しつつあり(2年5月△15%→8月△19%→12月まで<予測>△19%)、先行きこうした人手不足感の強まりが1人当たり名目賃金の上昇を加速し、人件費増加による企業収益圧迫の力がさらに大きくなっていく事態も予想される。また、労働需給が大きく影響すると考えられる外注加工費および荷造運搬費の動きをみると(図表10)、外注加工費(製造業<除く石油精製>、前年度比: 63年度+11.0%→元年度

(図表10)

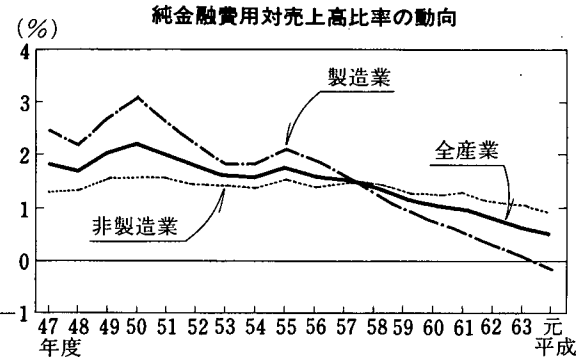
## 外注加工費・荷造運搬費の推移



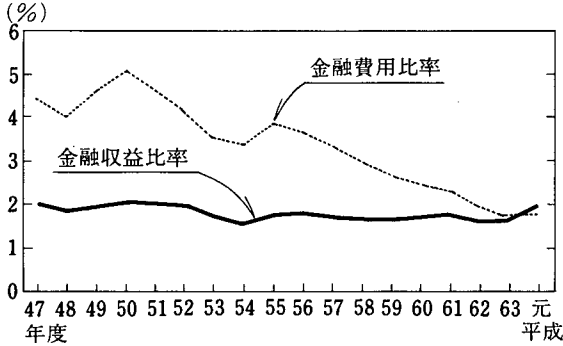
+10.2%)、荷造運搬費(同、+8.3%→+9.1%)とも1割前後の高い伸びを示しており、労働需給タイト化の影響が人件費以外にも及びつつある点も留意を要するところであろう。

(図表11)

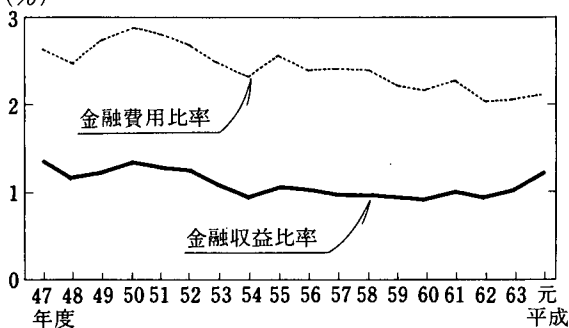
## 純金融費用対売上高比率の推移



(参考)金融収益・費用別の動き(製造業、対売上高比率)



(参考)金融収益・費用別の動き(非製造業、対売上高比率)



(金融収支は引続き改善傾向)

平成元年度の純金融費用対売上高比率(<金融費用-金融収益>/売上高)は、他の諸費用が増加傾向にある中で昭和56年度以来の低下傾向を持続した(全産業ベース、 $\Delta 0.12\%$ ポイント、 $\Delta$ は収益押上げ<以下同じ>、図表11)。

これを業種別にみると、製造業が統計開始以来初めて黒字(収益超)に転化した(63年度0.05%→元年度 $\Delta 0.15\%$ )ほか、振れの大きい石油精製を除くベースでは、前年度黒字転化のあとその幅をさらに拡大した(同、 $\Delta 0.01\%$ → $\Delta 0.23\%$ )。非製造業でも、依然として費用超の状態には変りないものの、62年度以来の改善基調を持続した(同、1.03%→0.90%)。

こうした純金融費用比率改善の背景をみると(図表11参考)、製造業では、56年度以降低下を続けてきた金融費用比率が

(注7) こうした人手不足感の強まりは、中小企業等を含むベースではさらに顕著となっており、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(全産業、規模計)における雇用人員判断D.I. (「過剰」-「不足」、社数構成比)は、2年8月に $\Delta 41\%$ と統計開始以来最大の「不足」超幅を記録したほか、先行き年末にかけても不足感はさらに強まる見通し( $\Delta 46\%$ )となっている。

わずかながら上昇に転じた(+0.09%ポイント)ものの、金融収益比率がこれを上回って上昇をみた( $\Delta$ 0.29%ポイント)ことが寄与した。これをさらに金利・残高各要因に分解してみると(図表12)、金融費用面では、金融負債残高は減少基調を持続したものの金利が上昇に転じたことが響き、また、金融収益面では金利および金融資産残高とも収益押上げに働いた。一方、非製造業では、金融費用比率が前年度に引続いて上昇をみた(+0.05%ポイント)ものの、金融収益比率の改善幅( $\Delta$ 0.18%ポイント)がこれを上回った。これを金利・残高要因に分解して製造業の場合と比較してみると、金利については同様の動きを示しているのに対し、残高面では金融資産、金融負債ともに増加をみているのが特徴である。

以上のような金融収支の改善は、企業がこれまで進めてきた財務体質の強化策が収益面に表われてきたものであるが、その背景等については後で詳しくみることにする。

(研究開発費・広告宣伝費は上昇)

前にみたように、固定費は純金融費用を除いて全般的に増加テンポを速めており、中でも「その他固定費」がかなりの増加をみているが、その中身を見ると、試験研究費、広告宣伝費といった将来に向けての投資的な費用の増加によるところも少なくない点には注意を払う必要があるだろう。両費用の対売上高比率をみると

(図表12)

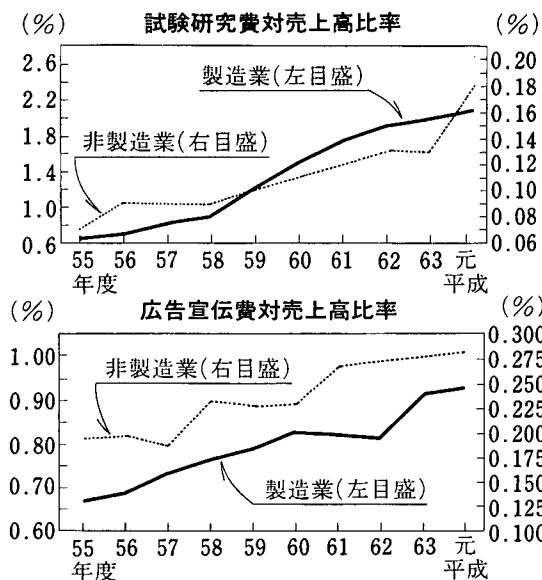
純金融費用対売上高比率の要因分解

(単位: %ポイント)

		製 造 業			非 製 造 業		
		62年度	63年度	元年度	62年度	63年度	元年度
純金融費用対売上高比率		0.31	0.05	$\Delta$ 0.15	1.11	1.03	0.90
同 上 変 化 幅		$\Delta$ 0.22	$\Delta$ 0.26	$\Delta$ 0.20	$\Delta$ 0.16	$\Delta$ 0.08	$\Delta$ 0.13
要 因 別 寄 与 度	金 融 収 益	0.14	$\Delta$ 0.03	$\Delta$ 0.29	0.06	$\Delta$ 0.11	$\Delta$ 0.18
	金 利 要 因	0.26	$\Delta$ 0.01	$\Delta$ 0.21	0.14	0.04	$\Delta$ 0.05
	残 高 要 因	$\Delta$ 0.12	$\Delta$ 0.02	$\Delta$ 0.08	$\Delta$ 0.08	$\Delta$ 0.15	$\Delta$ 0.13
	金 融 費 用	$\Delta$ 0.36	$\Delta$ 0.23	0.09	$\Delta$ 0.22	0.03	0.05
	金 利 要 因	$\Delta$ 0.28	$\Delta$ 0.06	0.15	$\Delta$ 0.21	$\Delta$ 0.06	0.02
	残 高 要 因	$\Delta$ 0.08	$\Delta$ 0.17	$\Delta$ 0.06	$\Delta$ 0.01	0.09	0.03

(図表13)

試験研究費・広告宣伝費  
対売上高比率の推移



(図表13)、いずれについても短期的な収益の動向とは独立した格好で一貫して上昇を続けているが、これらは、企業による新分野への進出や市場開拓努力の一端を示すもの<sup>(注8)</sup>であり、企業が事業分野の裾野を広げることにより長期的な経営の安定を図ろうとしている姿勢がみてとれる。

ちなみに、今般「主要短観」の一環として行った「事業分野の多角化状況調査」からこうした事業分野多角化の進展状況をうかがうと、各企業の本業を「主要企業経

営分析」における業種区分と位置付けた場合の売上高全体に占める本業以外の分野のウェイトは、平成2年度(計画)では製造業で約14%となっており、中でも繊維(約46%)、精密機械(約51%)等における積極的な推進ぶりが目立っている(詳細は調査月報平成2年11月号資料「事業分野の多角化状況について」参照)。

(企業の損益分岐点は引続き低下)

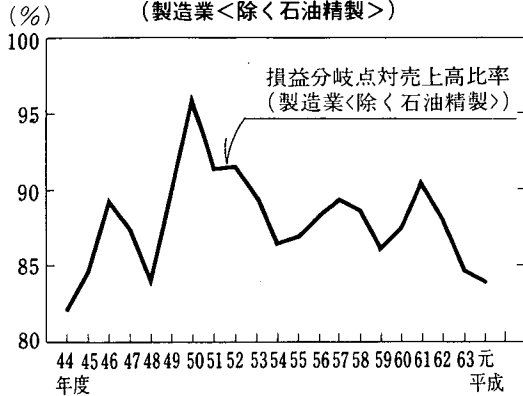
以上のように、製造業(除く石油精製)における費用・収益構造は、総じてみれば、①原材料費や人件費等のコストアップ圧力は高まってきているものの、内需好調を背景とした数量効果に加え、企業の合理化・省力化努力もあって吸収できていること、②企業の財務体質強化を映じた金融収支改善も引続き収益向上に寄与していること、③経費増の中には試験研究費、広告宣伝費といった前向きのコストとして積極的に評価すべきものも含まれていること、等から考えると、これまでのところ引続き安定的であるといえよう。

こうした点を裏付けるため、企業の費用・収益構造を集約的に示す損益分岐点对売上高比率の動きをみると(図表14)、昭和62年度以降低下傾向を持続しており、平成元年度は83.94%(63年度84.63%)と48年度(83.71%)以来の最低を記録した。なお、これを素材・加工業種別にみると、加工業種が順調な低下を続けた

(注8)「主要短観」における製造業の「新製品開発、新規事業進出、研究開発投資」目的の設備投資も、元年度は前年度比+15.4%(63年度+20.3%)と堅調な伸びを続けている。

(図表14)

### 損益分岐点对売上高比率の推移 (製造業<除く石油精製>)



(単位・%)

	60年度	61年度	62年度	63年度	元年度
製 造 業 (除く石油精製)	87.43	90.47	87.87	84.63	83.94
素 材 業 種 (除く石油精製)	89.96	90.95	86.27	82.16	82.02
窯 業	84.10	84.52	80.42	77.17	77.11
化 学	84.85	84.90	81.95	79.64	80.01
繊 維	88.14	90.15	85.55	83.43	83.49
非 鉄・金 属	93.55	93.51	87.31	84.76	83.84
鉄 鋼	96.54	100.94	93.52	85.08	83.84
紙・パルプ	88.31	87.37	85.80	82.92	85.15
加 工 業 種	86.07	90.22	88.76	85.98	84.93
金 属 製 品	85.02	83.51	81.08	77.57	76.83
精 密 機 械	84.67	93.08	90.26	84.68	84.19
一 般 機 械	86.87	91.66	90.45	86.95	84.47
輸 送 用 機 械	85.38	90.00	89.37	86.05	85.62
電 気 機 械	86.62	91.74	89.91	86.66	85.75
食 料 品	87.15	86.53	84.92	87.12	88.10
ゴ ム	89.70	89.62	83.70	82.82	80.97

(63年度85.98%→元年度84.93%)

一方で、素材業種では、水準としては依然加工業種を下回っているものの、紙・パルプや化学が上昇に転じたことなどから、低下のペースはかなり鈍化した(同、82.16%→82.02%)。

## 2. 中・長期的にみた財務構造の変化

企業を取巻く金融環境は、平成元年5月の公定歩合引上げによって昭和55年8月以来の長期にわたる金融緩和局面に終止符が打たれたという点で大きな転機を迎えた。しかし、そうした中にありながら元年度の金融収支は前述のとおり、なお改善傾向を持続した。以下では、こうした動きの背景にある企業の財務構造の変化について、やや中長期的な観点から検証してみることとする。

### (1) 財務体質の改善

(資金運用・調達にみられる変化)

まず、企業の財務構造に大きな影響を与える資金の運用・調達

(資産・負債の増減)面の動きをみると、資金運用(資産増減)面では、製造業、非製造業ともに昭和61年度以降金融資産での運用額が実物資産での運用額に比べ急速に拡大し、資金運用全体に占めるウエイトは50年代後半の1～2割前後から最近では5割前後にまで高まっている(図表15)。

金融資産運用の内訳をみると、現預金のウエイトが製造業で4～5割、非製造業で6～7割と圧倒的に大きく、また、現預金の中では、60年度の大口定期預金

(図表15)

## 資金運用・調達動向(フローベース)

(単位: 兆円、%)

全産業		56~60 年度平均	構成比	61年度	構成比	62年度	構成比	63年度	構成比	元年度	構成比
資金運用	実物投資A	8.9	76.8	7.9	62.4	10.5	58.2	13.4	56.9	19.0	54.5
	設備投資	8.8	75.7	9.8	77.6	9.8	54.2	11.2	47.5	15.7	45.2
	在庫投資	0.1	1.1	Δ 1.9	Δ 15.2	0.7	4.0	2.2	9.4	3.2	9.3
	金融資産B	2.3	19.6	5.2	41.3	9.1	50.2	11.6	49.4	17.9	51.4
	現金	0.7	6.2	2.6	20.7	5.9	32.8	7.7	32.8	9.5	27.3
	短期所有有価証券	0.3	2.6	1.6	12.7	0.7	4.0	0.4	1.9	1.2	3.5
	投資有価証券	0.9	7.5	0.7	5.8	2.1	11.4	3.0	12.7	4.8	13.8
	関係会社分	0.6	5.1	0.8	6.1	1.2	6.4	1.8	7.8	3.2	9.2
その他とも計		11.6	100.0	12.6	100.0	18.1	100.0	23.5	100.0	34.8	100.0
資金調達	内部資金C	7.5	64.5	8.8	70.1	9.7	53.4	11.0	46.6	14.3	40.9
	減価償却	5.8	50.4	7.1	56.2	7.4	40.8	7.7	32.9	10.4	29.7
	内部留保	1.6	14.2	1.8	14.0	2.3	12.5	3.2	13.7	3.9	11.2
	外部資金D	4.1	35.5	3.8	29.9	8.4	46.6	12.6	53.4	20.6	59.1
	借入金	1.5	12.6	Δ 0.9	Δ 7.0	1.3	7.3	3.5	15.0	3.8	11.0
	普通社債	0.5	4.0	0.4	3.5	0.0	Δ 0.1	Δ 0.3	Δ 1.2	Δ 0.6	Δ 1.6
	エクイティファイナンス	2.2	18.8	4.2	33.4	7.1	39.4	9.3	39.7	17.3	49.7
	転換社債	0.6	5.2	1.2	9.3	1.7	9.2	1.0	4.3	3.2	9.1
ワラント債		0.3	2.2	1.2	9.4	2.0	11.2	3.1	13.3	6.8	19.5
増資		1.3	11.5	1.8	14.7	3.4	19.0	5.2	22.1	7.3	21.1
(参考) 資金過不足(Δ)		Δ 1.4(Δ 0.6)		1.0( 0.4)		Δ 0.9(Δ 0.3)		Δ 2.4(Δ 0.8)		Δ 4.7(Δ 1.4)	

製造業		56~60 年度平均	構成比	61年度	構成比	62年度	構成比	63年度	構成比	元年度	構成比
資金運用	実物投資A	4.7	72.0	3.0	44.0	4.7	57.1	6.8	67.0	9.2	56.4
	設備投資	4.7	71.6	5.0	74.8	5.0	61.1	5.9	58.1	7.9	48.2
	在庫投資	0.0	0.4	Δ 2.1	Δ 30.8	Δ 0.3	Δ 4.0	0.9	8.9	1.3	8.2
	金融資産B	1.6	24.8	3.0	44.7	4.5	54.2	3.9	38.6	6.6	40.3
	現金	0.6	8.9	1.6	23.6	3.1	38.0	2.1	20.3	2.9	17.8
	短期所有有価証券	0.2	3.0	1.0	14.3	0.4	4.3	Δ 0.1	Δ 1.4	0.5	2.9
	投資有価証券	0.7	10.0	0.5	7.8	1.3	15.3	1.9	19.3	2.9	18.1
	関係会社分	0.5	7.0	0.6	8.7	0.9	10.4	1.5	14.4	2.3	14.2
その他とも計		6.5	100.0	6.7	100.0	8.2	100.0	10.1	100.0	16.3	100.0
資金調達	内部資金C	4.8	73.8	5.3	78.6	6.0	73.3	7.1	69.9	7.8	47.9
	減価償却	3.6	55.0	4.4	64.7	4.5	54.8	4.7	46.4	5.1	31.2
	内部留保	1.2	18.9	0.9	13.9	1.5	18.5	2.4	23.5	2.7	16.7
	外部資金D	1.7	26.2	1.4	21.4	2.2	26.7	3.0	30.1	8.5	52.1
	借入金	0.1	1.3	Δ 1.2	Δ 18.1	Δ 1.9	Δ 23.0	Δ 2.5	Δ 24.9	Δ 2.7	Δ 16.5
	普通社債	0.0	Δ 0.2	0.4	6.2	Δ 0.2	Δ 2.8	Δ 0.5	Δ 4.5	Δ 0.4	Δ 2.5
	エクイティファイナンス	1.6	25.0	2.2	33.3	4.3	52.5	6.0	59.6	11.6	71.1
	転換社債	0.6	9.2	0.6	9.5	0.4	5.1	0.9	9.0	2.6	15.9
ワラント債		0.2	2.5	0.6	8.5	1.3	15.5	2.1	21.1	4.0	24.7
増資		0.9	13.3	1.0	15.3	2.6	31.9	3.0	29.5	5.0	30.5
(参考) 資金過不足(Δ)		0.1( 0.1)		2.3( 2.2)		1.3( 1.2)		0.3( 0.2)		Δ 1.4(Δ 1.0)	

非製造業		56~60 年度平均	構成比	61年度	構成比	62年度	構成比	63年度	構成比	元年度	構成比
資金運用	実物投資A	4.2	82.9	4.9	83.6	5.8	59.0	6.6	49.3	9.8	52.8
	設備投資	4.1	80.8	4.7	80.8	4.8	48.4	5.3	39.6	7.9	42.6
	在庫投資	0.1	2.1	0.2	2.8	1.1	10.6	1.3	9.8	1.9	10.3
	金融資産B	0.7	13.0	2.2	37.4	4.6	46.9	7.7	57.5	11.3	61.1
	現金	0.1	2.7	1.0	17.4	2.8	28.4	5.7	42.2	6.6	35.8
	短期所有有価証券	0.1	2.1	0.6	10.9	0.4	3.8	0.6	4.4	0.8	4.1
	投資有価証券	0.2	4.3	0.2	3.4	0.8	8.2	1.0	7.8	1.9	10.1
	関係会社分	0.1	2.6	0.2	3.2	0.3	3.0	0.4	2.8	0.9	4.7
その他とも計		5.1	100.0	5.9	100.0	9.9	100.0	13.4	100.0	18.5	100.0
資金調達	内部資金C	2.7	52.6	3.5	60.4	3.6	36.8	3.9	29.1	6.4	34.8
	減価償却	2.3	44.5	2.7	46.4	2.9	29.2	3.1	22.7	5.3	28.5
	内部留保	0.4	8.1	0.8	14.0	0.7	7.5	0.9	6.3	1.2	6.3
	外部資金D	2.4	47.4	2.3	39.6	6.3	63.2	9.5	70.9	12.1	65.2
	借入金	1.4	27.1	0.3	5.8	3.2	32.5	6.0	45.0	6.5	35.2
	普通社債	0.5	9.3	0.0	0.3	0.2	2.2	0.2	1.2	Δ 0.2	Δ 0.8
	エクイティファイナンス	0.6	10.9	2.0	33.5	2.8	28.5	3.3	24.7	5.7	30.8
	転換社債	0.0	0.1	0.5	9.0	1.2	12.6	0.1	0.8	0.6	3.2
ワラント債		0.1	1.8	0.6	10.5	0.8	7.6	1.0	7.4	2.7	14.8
増資		0.5	9.1	0.8	14.0	0.8	8.3	2.2	16.5	2.4	12.8
(参考) 資金過不足(Δ)		Δ 1.5(Δ 1.1)		Δ 1.4(Δ 0.9)		Δ 2.2(Δ 1.4)		Δ 2.7(Δ 1.6)		Δ 3.3(Δ 1.6)	

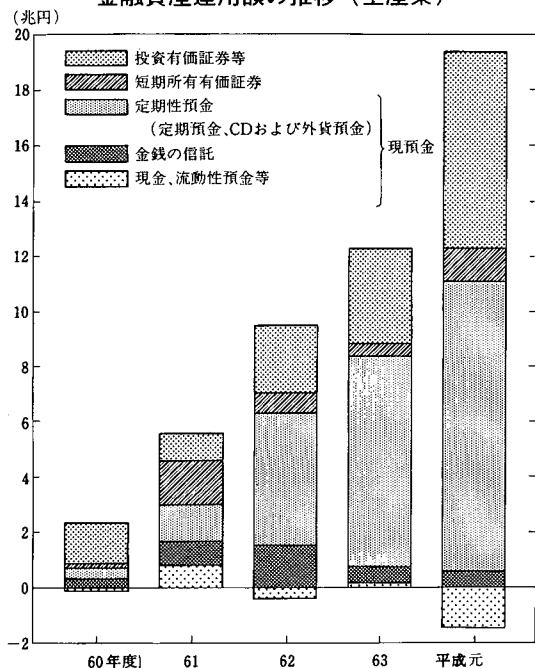
(注) 資金過不足=貯蓄・投資差額(C-A)=金融資産・負債ネット増減額(B-D)+企業間信用)。

( )内は対売上高比率。



(図表16)

## 金融資産運用額の推移 (全産業)



金利自由化を契機として定期性預金(定期預金、CDおよび外貨預金)の著増が目立っている(図表16)。

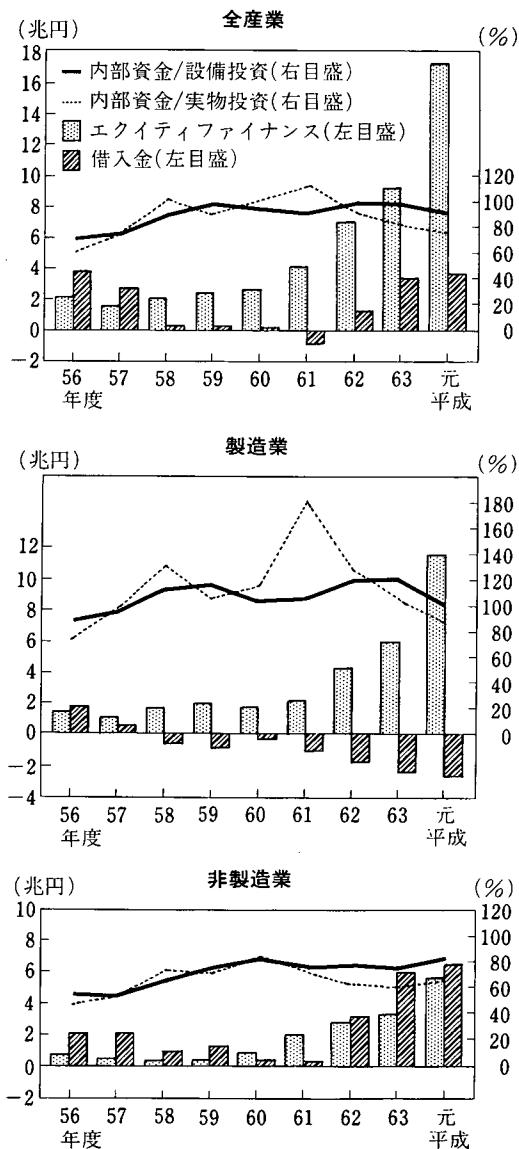
一方、資金調達面(負債・資本の増減)についてみると、内部資金は、企業収益の好調を背景に内部留保、減価償却費とも着実な増加傾向をたどってきている。この結果、最近では、内部資金の規模

は全産業ベースで設備投資の9割以上、実物投資の7割以上に相当するに至っており、そのうち、製造業では設備投資のほぼ100%、実物投資の8割以上を、また非製造業でも設備投資の7～8割、実物投資の6割強を、それぞれ賄っている(図表17)。

こうした状況にもかかわらず、企業ではここ2～3年外部資金調達を大幅に増加させている(全産業ベース、前年度比：昭和62年度2.2倍→63年度+48.8%→平成元年度+63.7%)。外部資金の内容をみると、全産業ベースでは、62年度以

(図表17)

## 資金調達の動向



降借入金も増加傾向にあるものの、エクイティファイナンスがこれを大きく上回り、外部資金全体の7～8割を占めるに至っている。これを製造業・非製造業別にみると、製造業では、62年度以降、エクイティファイナンスが大幅に増加する一方で、借入金は純減幅を拡大しているのに対し、非製造業では、借入金、エクイティファイナンスとも急増しているが、前者が後者を上回る姿となっている。

こうした外部資金調達と金融資産運用の大きさを比べてみると、全産業ベースで外部資金の9割前後が金融資産に振向けられているかたちとなっているが、このような現象は、金融の自由化、国際化等が進展する中で、企業が金融取引を単に実体活動に必要な資金の調達手段としてとらえるのではなく、金融資産での運用を含めた総合的な資金の効率的な調達・運用の一環として位置付けるようになってきていることを物語るものといえよう。

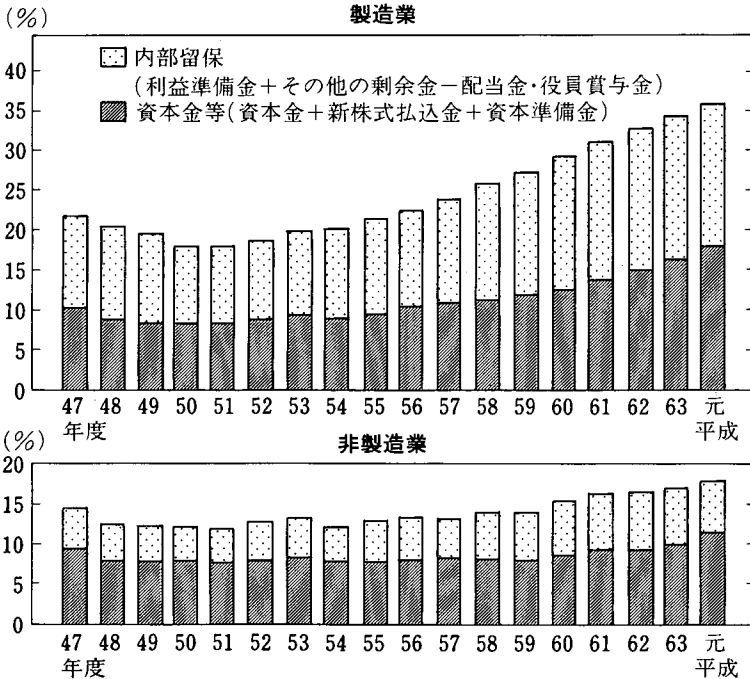
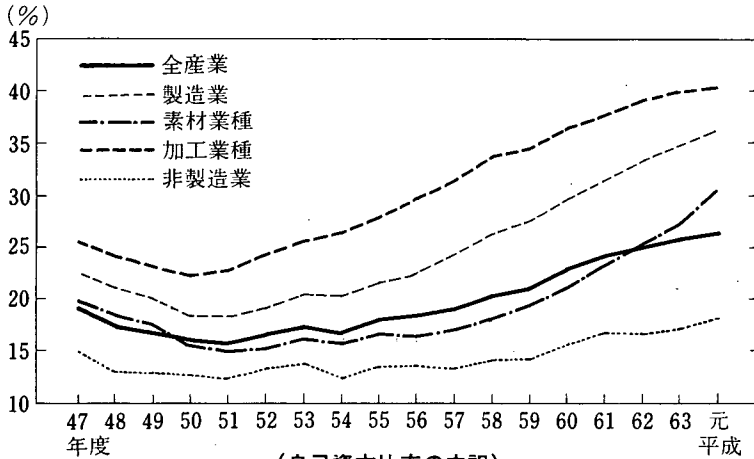
#### (自己資本比率等の上昇)

上記のような資金運用・調達における変化がストック面へ与えた影響をみると、まず、自己資本比率は、内部留保の増加およびエクイティファイナンスの盛行を映じ、製造業(昭和60年度29.6%→平成元年度36.4%)を中心に着実な上昇を示している(図表18)。これをさらに素材・加工業種別にみると、素材業種も59年度以降急ピッチの改善を示している(59年度19.5%→元年度30.6%)が、水準としては加工業種が圧倒的に高い(元年度40.4%)。そうした中であって精密機械(同49.1%)、自動車(同44.7%)、一般機械(同42.1%)および電気機械(同41.7%)の高水準に対し、石油精製(14.1%)、紙・パルプ(26.4%)、鉄鋼(27.3%)、非鉄金属(27.5%)等の低水準が目につく。この間、非製造業については、借入金がエクイティファイナンスを上回って増加していることを反映し、製造業に比べて水準・改善幅ともかなり劣っている(60年度15.5%→元年度18.0%)。

次に、金融資産対金融負債比率は、61年度以降着実な改善傾向をたどっており(図表19)、製造業では63年度に金融資産残高が金融負債残高を上回るに至っている(60年度80.9%→63年度109.1%→元年度115.7%)ほか、非製造業でも、金融負債残高が金融資産残高を上回る状態には変りないものの、緩やかな改善傾向を続けている(60年度37.6%→元年度58.6%)。さらに、製造業を素材・加工業種別にみると、加工業種は55年度に金融資産残高が金融負債残高を上回った後も大幅な改善傾向を続けており(55年度104.2%→60年度127.6%→元年度162.9%)、とくに電気機械(元年度192.2%)および自動車(同189.3%)においては金融資産が金融

(図表18)

## 自己資本比率の推移

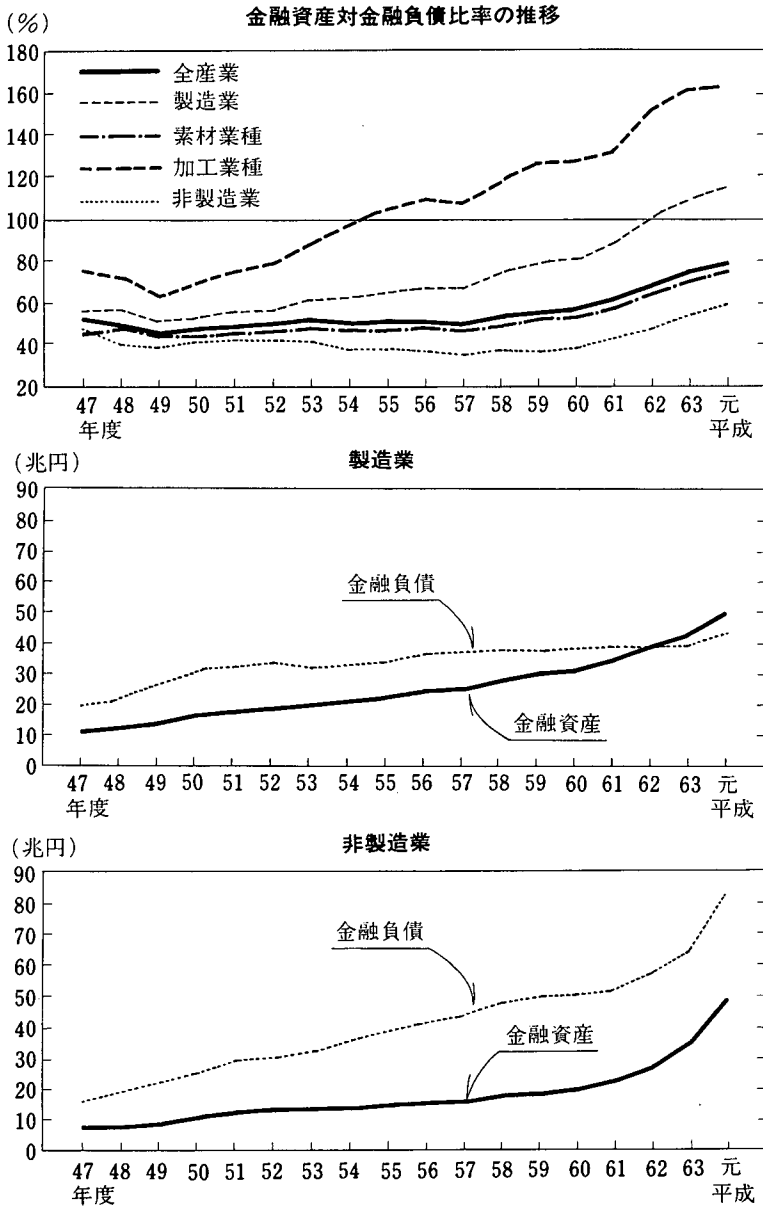


負債の2倍に近い水準にまで達している。一方、素材業種も着実な改善をみているが、依然金融負債残高が金融資産残高を上回る状態となっており(60年度52.6%→元年度75.2%)、中でも紙・パルプ(元年度46.0%)、鉄鋼(52.4%)、石油精製(53.4%)等では5割前後の水準にとどまっている。

また、手元流動性比率( $\text{現預金} + \text{短期所有有価証券} / \text{売上高}$ )をみると、大口定期をはじめとする現預金の増加を主因に製造業、非製造業とも61年度以降急速な上昇傾向を示しており、金利が上昇に転じた元年度もさらに上昇し、全産業

(図表19)

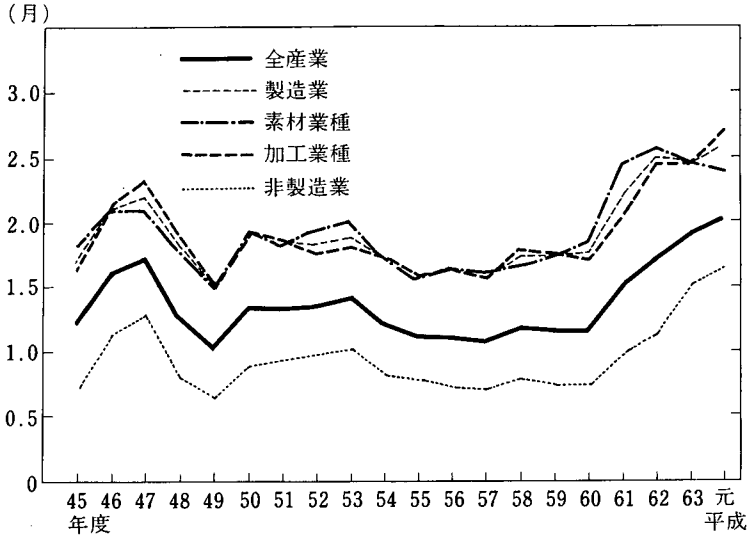
## 金融資産・負債残高の推移



では月商比2.02か月分(63年度1.91か月)と既往ピークを2年連続で更新している<sup>(注9)</sup>(図表20)。こうした動きは、過去の引締め局面(例えば、48年4月～50年4月、54年4月～55年8月)において手元流動性比率がほぼ直ちに低下をみたのとは極めて対照的なものとなっている。元年度末の手元流動性比率の水準を業種別に比較すると、製造業(2.60か月)は非製造業(1.66か月)より高く、さらに製造業の中では加工業種(2.70か月)が素材業種(2.41か月)よりも高くなっており、業

(図表20)

## 手元流動性比率（対月商比）の推移



種間で格差がみられる。なお、個別業種の中では、精密機械(4.15か月)、一般機械(3.61か月)、電気機械(3.32か月)等が高水準となっている。

## (金融収支への影響)

以上のようなフロー・ストック両面での動きが金融収支に及ぼした影響をみるために、金融収支の変動要因である金融資産・負債残高および運用・調達利回りそれぞれの動きをみてみよう。

まず残高面では、前述のように昭和61年度以降金融資産残高の金融負債残高に対する比率が急速に上昇しており、とくに製造業では、63年度に金融資産残高が金融負債残高を上回るに至っている。次に、利回り面をみると、①製造業では、低コストのエクイティファイナンス増大の一方、大口定期等自由金利商品での運用ウエイト上昇から、金融負債利回り(金融費用/金融負債残高)と金融資産利回り(金融収益/金融資産残高)との差が縮小傾向にあり、さらに、関係会社投融資を除く金融資産の利回りは61年度以降金融負債利回りを上回っている。一方、

(注9) 投資有価証券(関係会社分を除く)を加えた広義の手元流動性比率も急速な上昇をみている。

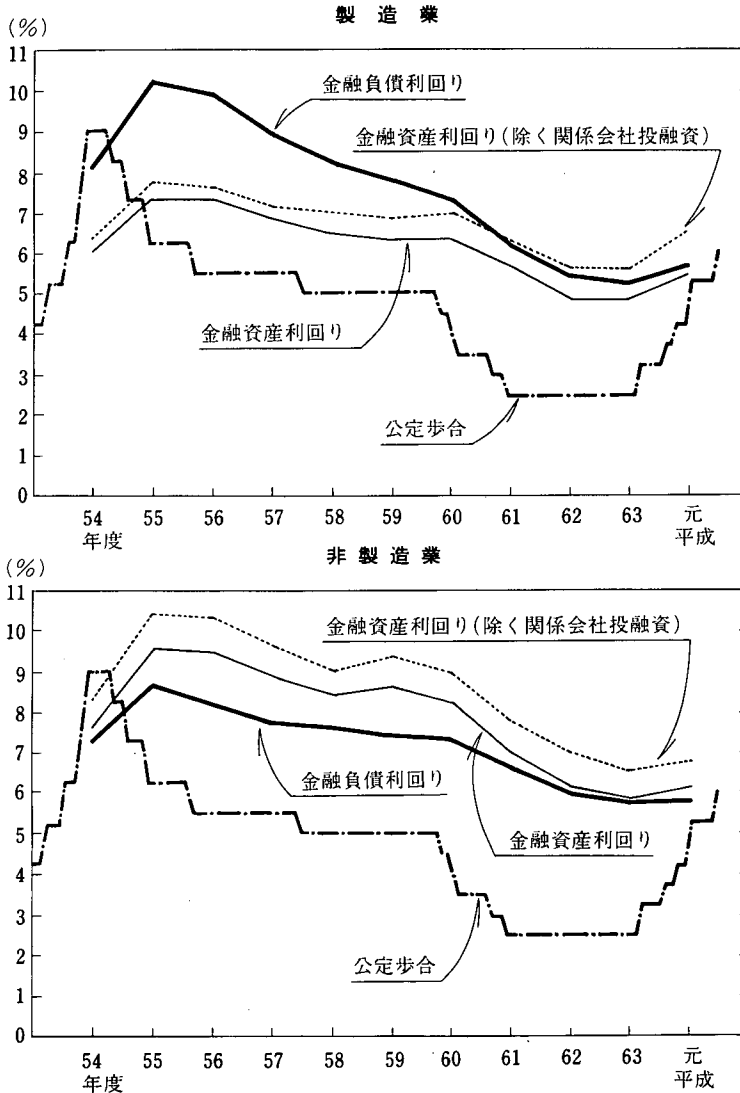
## 広義手元流動性比率の推移(月商比、月)

	60年度末	→	元年度末
全産業	1.41		2.37
製造業	2.18		3.09
素材業種	2.26		2.96
加工業種	2.14		3.17
非製造業	0.88		1.93

②非製造業では、相対的に高利回りの貸付金への運用ウエイトの低下から、金融資産利回りと金融負債利回りとの差はかなり縮小してきているが、なお前者が後者を上回る状態が続いている<sup>(注10)</sup>(図表21)。

(図表21)

運用利回り・調達利回りの推移

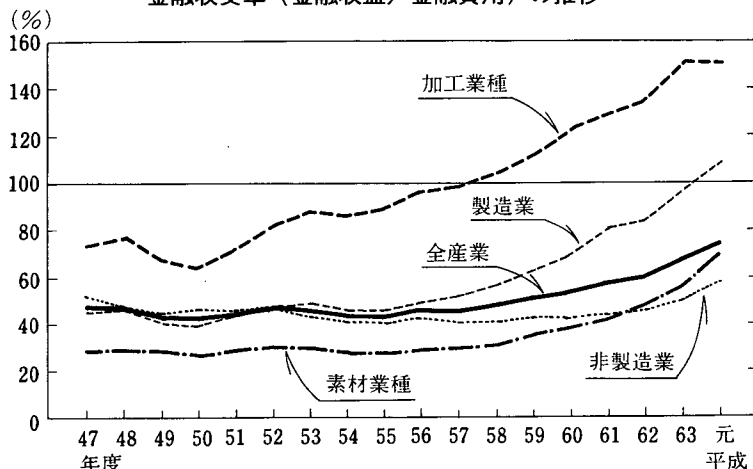


(注10) 非製造業の金融資産利回りが製造業に比べ高水準となっているのは、卸売を中心として他の金融資産に比べて利回りの高い貸付金への運用(いわゆる「商社金融」など)をこれまで積極的に行ってきたことが大きく影響していると考えられる。ちなみに、金融資産残高に占める貸付金のウエイトをみると、以下のとおり。

	57年度	元年度
製造業	18.3%	10.2%
非製造業	23.7%	19.8%
うち卸売	26.0%	15.3%

(図表22)

## 金融収支率（金融収益／金融費用）の推移



この結果、金融収支率（金融収益／金融費用）は着実な改善傾向をたどっている（全産業ベース、昭和60年度53.9%→平成元年度74.8%）が、その改善の度合には業種間でかなりの格差がみられる（図表22）。すなわち、非製造業では金融負債残高の水準が依然として高いこともあって比較的緩やかな改善にとどまっている（60年度41.9%→元年度57.5%）一方、製造業においては61年度頃から急速に改善し、元年度には黒字に転化している（60年度69.5%→63年度96.8%→元年度108.2%）。さらに、製造業を素材・加工業種別にみると、加工業種は58年度以降黒字に転じた後も大幅な改善傾向を続け、黒字の幅もかなり大きくなっている（58年度103.9%→60年度122.8%→元年度150.5%）のに対し、素材業種は着実な改善をみているものの依然赤字状態にある（60年度38.0%→元年度69.8%）。個別業種の元年度金融収支率をみると、自動車（184.9%）、電気機械（165.7%）等の高水準に対し、紙・パルプ（35.3%）、鉄鋼（42.7%）等の低水準が目につく。

## (2) 株式・土地投資の拡大

最近の財務構造面における特徴的な変化のひとつとして、株式・土地の資産全体に占めるウエイトが高まっている点があげられる。

まず、株式残高（簿価ベース、除く関係会社分）は昭和61年度以降急速に増加し、62年秋における株価急落を経た後も元年度までは高い伸びを持続している（全産業ベース、前年度比：昭和54年度+6.8%→61年度+10.5%→平成元年度+23.2%、図表23）。これに株式運用主体の特金・金外信が大宗を占めるとみられる「金銭の信託」を加えてみると、総じて伸びはさらに高まる（とりわけ61～62年度が顕著）。この結果、これら株式等の金融資産残高（関係会社投融資を除

(図表23)

## 株式残高(除く関係会社分)等の推移

(単位・%)

	全 産 業		製 造 業		非 製 造 業	
	前年度比	金融資産(除く 関係会社分)に 占めるウエイト	前年度比	金融資産(除く 関係会社分)に 占めるウエイト	前年度比	金融資産(除く 関係会社分)に 占めるウエイト
54年度	6.8( 6.8)	36.5(36.5)	7.6( 7.6)	36.7(36.7)	5.4( 5.4)	36.3(36.3)
55年度	8.5( 8.5)	36.7(36.7)	9.4( 9.4)	37.7(37.7)	7.0( 7.0)	35.3(35.3)
56年度	11.3(11.3)	38.2(38.2)	12.5(12.5)	38.7(38.7)	9.4( 9.4)	37.4(37.4)
57年度	7.1( 7.1)	39.7(39.7)	7.7( 7.7)	40.4(40.4)	6.2( 6.2)	38.6(38.6)
58年度	6.2( 6.4)	37.9(38.0)	7.1( 7.4)	38.6(38.7)	4.8( 4.8)	36.9(36.9)
59年度	9.2( 9.9)	39.7(40.0)	10.4(11.5)	40.8(41.3)	7.2( 7.3)	37.8(37.9)
60年度	7.9(10.1)	41.4(42.6)	8.2(10.6)	43.1(44.6)	7.4( 9.2)	38.6(39.3)
61年度	10.5(15.8)	40.4(43.5)	10.3(13.7)	43.0(45.9)	10.9(19.5)	36.5(40.1)
62年度	14.6(21.8)	39.2(45.0)	14.0(21.3)	42.7(48.6)	15.5(22.6)	34.3(40.0)
63年度	18.5(18.8)	39.3(45.3)	20.4(18.8)	48.0(53.8)	15.1(18.9)	29.5(35.6)
元年度	23.2(22.3)	38.3(43.9)	23.2(22.1)	52.1(58.0)	23.4(22.6)	26.1(31.4)

(注) 株式残高は短期所有株式と投資株式(除く関係会社分)の合計。

( )内は金銭の信託(特定金銭信託、金銭信託以外の金銭の信託等)を含んだ場合の計数。

く)に占めるウエイトも着実に上昇しており、とくに製造業においては半分以上を占めるに至っている(製造業：54年度36.7%→61年度45.9%→元年度58.0%)。

また、土地の残高(簿価ベース)も62年度以降非製造業を中心に伸びを高めており(全産業ベース、前年度比：54年度+8.1%→62年度+11.2%→元年度+12.4%、図表24)、実物資産に占めるウエイトも上昇をみている(全産業：54年度8.8%→61年度10.3%→元年度11.6%)。なお、土地投資と関連が深いと考えられる建設業・不動産業の販売用不動産を含む棚卸資産残高もここ3～4年急ピッチで増加している(前年度比、建設業：60年度+6.6%→元年度+12.2%、不動産業：同、+1.5%→+19.2%)。

こうした株式・土地残高の増大は、取引関係強化のための株式持合いの活発化や設備・住宅投資の拡大を反映しているだけでなく、値上り期待に基づく部分も少なくないと推察される。株式・土地残高の増大が企業の収益・財務面に与える影響をみると、これら資産価格の上昇過程では含み益の増加や担保力の強まりから、企業のマインドや活動を支えるといったプラス効果がある反面、価格が低下した場合には評価損または含み損が発生したり、担保割れとなる可能性もあり、企業の収益・財務構造の中の不安定な部分を拡大している面がある点は見逃せない。



(図表24)

## 土 地 残 高 の 推 移

(単位・%)

	全 産 業		製 造 業		非 製 造 業		(参考)棚卸資産の推移 〈前年度比〉	
	前年度比	実物資産 に占める ウエイト	前年度比	実物資産 に占める ウエイト	前年度比	実物資産 に占める ウエイト	建 設 業	不動産業
54年度	8.1	8.8	7.9	9.1	8.4	8.5	16.8	10.7
55年度	7.3	8.5	8.1	8.8	6.2	8.2	14.5	12.8
56年度	5.9	8.4	6.2	8.8	5.5	8.0	8.8	7.8
57年度	5.9	8.5	4.4	8.9	7.8	8.1	6.1	12.6
58年度	6.8	9.2	6.3	9.5	7.4	8.8	△ 2.9	0.9
59年度	5.7	9.2	5.8	9.7	5.6	8.8	2.3	△ 3.1
60年度	8.8	9.7	7.9	10.2	9.9	9.2	6.6	1.5
61年度	7.8	10.3	7.6	11.3	8.0	9.3	6.8	19.0
62年度	11.2	11.0	8.9	12.4	13.9	9.8	12.1	16.8
63年度	11.2	11.7	6.8	12.9	16.2	10.7	14.8	7.0
元年度	12.4	11.6	11.6	13.3	13.2	10.4	12.2	19.2

## 3. 今後の企業収益の展望

以上みてきたように、平成元年度の企業収益は各種コストの上昇圧力の強まりや金利上昇にもかかわらず増益基調を維持した。しかし2年度入り後は、①原油をはじめとする原材料価格の上昇圧力の強まり、②労働需給逼迫を背景とした人件費や外注加工費・物流費の増大傾向、③金利の大幅上昇やエクイティファイナンス市場の停滞に伴う手元流動性取崩し・借入金増加の兆しなど収益環境は大きく変化してきている。こうした中で、「主要短観」(2年8月調査)によれば、2年度の経常利益は、全産業では伸び率がかなり鈍化し(前年度比:元年度+10.4%→2年度<予想>+3.0%)、とくに素材業種(除く石油精製)では4期ぶりに減益に転じる見込である(同、+7.5%→△3.3%)ほか、手元流動性比率も先行き徐々に低下する見通しにある(全産業:2年6月末2.02か月→9月末<見込>2.01か月→12月末<予想>1.96か月)。そこで以下では、これまでの分析結果を踏まえて、外部環境の変化に対する企業の抵抗力をその収益・財務構造面から検証してみたい。

まず、その手掛りとして、収益・財務構造に関する諸指標を過去の景気拡大局面(売上高経常利益率のボトム→ピーク、昭和40→44年度、46→48年度、50→54年度)と比較することにより、今次景気拡大局面における企業の収益・財務構造の特徴点を改めて確認してみると(図表25)、次の2点に集約することができる。

(図表25)

諸収益指標の類似局面との比較(製造業(除く石油精製))

(単位・%、月)

	40年度 (ボトム)	44年度 (ピーク)	46年度 (ボトム)	48年度 (ピーク)	50年度 (ボトム)	54年度 (ピーク)	今次景気拡大局面			
							61年度	62年度	63年度	元年度
売上高 (前年度比)	4.7	21.6	4.5	27.5	0.8	14.9	Δ 5.1	3.5	10.5	7.5
経常利益 (前年度比)	Δ 16.5	28.7	Δ 27.1	68.5	Δ 64.3	50.2	Δ 28.0	36.9	40.4	12.8
売上高 経常利益率	4.38	6.41	3.89	6.23	1.33	4.88	3.36	4.45	5.65	6.01
固定費比率	26.16	29.27	32.90	31.94	34.11	30.84	31.92	32.24	31.14	31.34
変動費比率	69.46	64.32	63.22	61.76	64.55	64.21	64.69	63.60	63.22	62.56
原材料費比率	52.52	53.84	47.66	47.30	52.50	47.29	44.02	42.38	42.28	43.21
原材料 投入原単位	60.20	62.73	61.12	53.93	57.75	48.26	45.40	43.81	43.39	44.35
損益分岐点 売上高比率	85.67	82.04	89.44	83.71	96.24	86.36	90.47	87.87	84.63	83.94
自己資本比率	27.22	26.04	22.65	21.85	19.54	21.87	31.90	33.79	35.56	37.30
金融収支率	—	41.52	46.12	47.58	42.12	49.92	78.47	86.15	100.83	113.15
金融資産対 金融負債比率	—	—	50.78	58.21	54.99	67.37	89.10	102.39	112.66	120.00
手元流動性比率 (対月商比)	2.00	1.78	2.17	1.89	2.06	1.82	2.24	2.55	2.50	2.66

(注) 手元流動性比率の40・44年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」による試算。

ボトム、ピークは売上高経常利益率による。

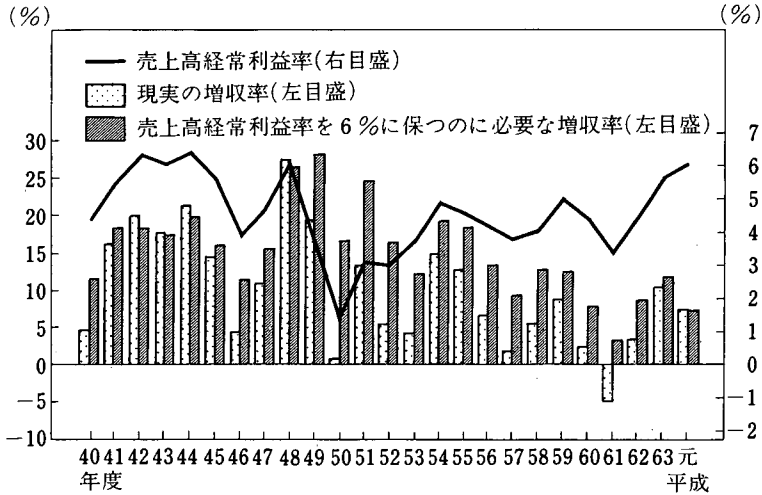
第1に、費用・収益構造面では、変動費比率、とりわけ原材料費比率が過去に比べ低水準となっていることがあげられる。これは、原材料投入原単位の大幅な低下によるところが大きく(このほか、60年秋以降については為替円高化を主因とする交易条件の好転も寄与)、こうした企業の合理化努力を通じて、原材料価格の変動に左右されにくい費用・収益構造がかたちづくられていることがわかる。

第2に、財務面では、自己資本比率、金融資産対金融負債比率、手元流動性比率とも過去に比べかなり高い水準にあることがあげられる。これは、これまでの恵まれた金融環境にも支えられた企業の財務体質改善努力を反映したものであり、その結果、金融環境等の変化に対する抵抗力もかなり強まっているものとみられる。

このように、現在の企業の収益・財務構造は過去の局面と比較しても、全体としてはかなり安定的なものであることがみてとれるが、次に、その安定性の程度をみるためにいくつかの試算を行ってみよう。

(図表26)

## 増収率の推移（製造業＜除く石油精製＞）



(注) 6%の売上高経常利益率を保つのに必要な増収率(S)は次式により算出。

$$S = \frac{\text{固定費} / (1 - \text{変動費比率} - 0.06)}{\text{前期売上高}}$$

- ① 元年度並みの売上高経常利益率水準(6%)を達成するために必要な売上高増収率(増収率)を事後的に試算してみると(図表26)、40年代後半では約20%、50年代では約15%の増収率が必要であったのに対し、60年度以降では概ね10%以内の増収率で達成できる姿となっている。これは、より小さい売上高の増加で利益を維持し得る安定的な費用・収益構造が形成されていることを物語っている。
  - ② 財務構造改善の影響をみるため、各年度の金融資産・負債残高実績を前提としたうえで運用・調達利回りがそれぞれ1%ポイント上昇した場合の金融収支への影響度を試算してみると、製造業では利回り上昇が63年度以降はむしろ金融収支を改善させる結果となるほか、非製造業でも、利回り上昇が常に金融収支を悪化させる方向には働くものの、その度合は62年度以降縮小している(注11)。
  - ③ 手元流動性比率はエクイティファイナンスの困難化を背景に先行き低下する兆しをみせているが、元年度末における手元流動性(全産業、月商比2.02か月分)を設備投資、実物投資と対比してみると、それぞれ3.7年分、3.1年分を賄いうる高い水準にあり、全体として企業の設備投資等が資金繰り面から制約を受けるまでにはある程度の時間を要するものとみられる。
- ただ、収益・財務構造の改善度合には業種や規模により格差がみられ(総じて

非製造業は製造業に比べ改善が遅れており、製造業の中では素材業種のパフォーマンスは加工業種に比べ劣っている。また、本統計では対象外の中堅・中小企業の財務構造はほとんど改善されていない<sup>(注12)</sup>、外部環境の変化に対する抵抗力についても差異が出るものと考えられるほか、株式・土地残高の増大が資産価格の変動に伴う不安定性を大きくしている面もあろう。

したがって、ここへきて顕現化しつつある外部環境変化が今後企業収益・財務面にどのような影響を及ぼしていくかについては注意深く見守っていく必要があるが、今回の分析結果からみて、少なくとも主要企業においては、これまでの合理化努力や財務体質の改善を背景として外部環境の変化に対する抵抗力をかなり強めてきているとみることができ、当面、環境変化が余程大きなものとならない限り、企業収益の基盤が大きく崩れる可能性は小さいといえよう。

## おわりに

昭和61年度をボトムとしてここ3～4年間、マクロの経済成長とミクロの企業収益好調とは互いに因となり果となって、今次大型景気を現出してきている。そ

(注11) 運用・調達利回りが1%上昇した場合における純金融費用比率への影響度は以下のとおり。

### [製造業]

	純金融費用比率	利回1%上昇時の変化幅
60年度	0.75%	+0.07%ポイント
61年度	0.53	+0.06
62年度	0.31	+0.02
63年度	0.05	-0.01
元年度	△0.15	-0.04

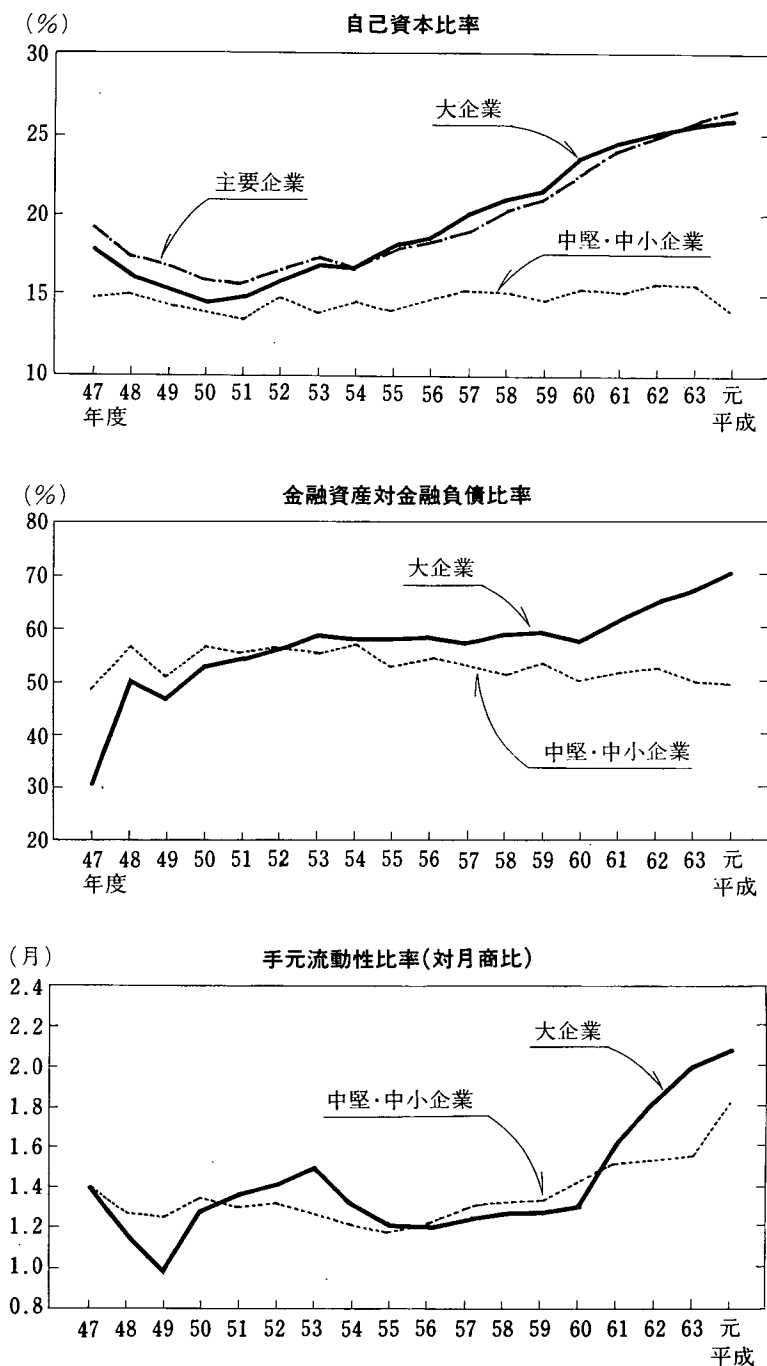
### [非製造業]

	純金融費用比率	利回1%上昇時の変化幅
60年度	1.25%	+0.19%ポイント
61年度	1.27	+0.20
62年度	1.11	+0.19
63年度	1.03	+0.18
元年度	0.90	+0.16

(注12) ちなみに、「主要企業経営分析」の対象となっていない中堅・中小企業の財務状況等について大蔵省の「法人企業統計」によってみると、大企業がエクイティファイナンスを活用することにより製造業中心に借入金の圧縮を図ってきたのに対し、中堅・中小企業では資本市場からの調達に難しいことから、地価高騰に伴う担保力の増大にも支えられて借入金を増加させており、この結果、中堅・中小企業の自己資本比率および金融資産対金融負債比率は、ここ1～2年むしろ低下をみている(図表27)。また、手元流動性比率も、上昇傾向をたどってはいるものの、61年度以降大企業を下回る状態が続いている。

(図表27)

## 企業規模別主要財務指標（全産業）の推移



(資料) 主要企業：日本銀行「主要企業経営分析」

大企業、中堅・中小企業：大蔵省「法人企業統計季報」

なお、大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は同1千万円以上10億円未満の企業。

うした中にあって主要企業の収益・財務構造は安定度を増し、外部環境の変化に対する抵抗力をかなり強めてきているようにうかがわれる。

しかしながら、このように企業自体の体質が強化されたとはいえ、企業収益安定のためのマクロ的条件として物価の安定が基本的に重要であることにはいささかの変わりもない。これまでのわが国経済での経験にかんがみても、物価の安定があってこそはじめて、企業レベルでの量的成長および交易条件や賃金コストの安定も達成され、その結果、良好な収益の維持が可能となるといえよう。

この点、これまでの製品・労働需給の逼迫傾向に加え、今次中東危機発生に伴う原油価格上昇からここへきてインフレ圧力は一段と強まってきている。物価上昇圧力の顕在化を未然に抑止する観点から、先般、日本銀行は第5次公定歩合引上げを実施したわけであるが、今後、ミクロ面においては、各企業がこれまでの慎重な価格設定態度を引続き維持していくことが望まれる。