

景気調整下における企業経営動向

—「平成3年度主要企業経営分析」の結果から—

〔要 旨〕

1. 平成3年度の主要企業の収益動向をみると、製造業（除く石油精製、以下同じ）の経常利益は前年度比2桁の大幅減益となり、売上高経常利益率は第2次オイルショック時のボトム水準近辺まで低下した。また、非製造業（電力、通信およびリースを除く）でも9年ぶりに減益転化となったが、売上高経常利益率は引続き高レベルを維持した。
2. 製造業について売上高経常利益率低下の背景を要因別にみると、まず、変動費比率は、投入原単位の上昇などから利益率押下げ要因として働いた。また、固定費比率も、人件費や減価償却費などの増加を売上げの伸びで吸収し切れなかったことから、利益率に対しマイナス寄与となった。こうしたコストアップ圧力の高まりを反映して、損益分岐点对売上高比率は第2次オイルショック時のピークに迫る水準にまで上昇した。
3. 一方、企業財務の状況をみると、資金の運用・調達面では、2年度に金融資産運用と外部資金調達がともに大きく縮小したが、3年度はこうした動きが一段と進展し、金融資産は非製造業を中心に取崩しに転じた。財務構成面では、金融資産対金融負債比率および手元流動性比率が低下傾向を持続したが、自己資本比率は、2年度横ばいの後3年度は再び上昇した。
この間、株価の大幅下落に伴って有価証券売却・評価損が大幅増加をみたが、企業収益全体に対する影響は比較的軽微にとどまった。しかしながら、有価証券含み益は前年度に比べ4割方の減少を示し、この面からは財務面での潜在的ゆとりが圧縮されることとなった。
4. 企業収益・財務の足元の状況を過去の調整局面と比較してみると、利益水準の面では低めとなってきたが、財務面では、高い自己資本比率等にみられるように、現在も比較的良好な状態にある。こうした状況下、製造業の売上高営業利益率の推移をやや長い目で振り返ってみると、加工業種を中心に緩やかな下方トレンドを示しており、円高等に対応して進められてきた各種合理化、さらには製品の高付加価値化・少量多品種化といった経営努力にもかかわらず、結果的には企業の本業部門（非金融部門）の収益力が必ずしも十分向上してこなかった可能性がある。
5. 企業収益は4年度についても厳しい状況が予想されており、これに対し各企業では、収益力の回復・強化に向けて真剣な取組みを開始している。こうした企業の対応は、短期的には現下の調整局面に対応するものであり、また何がしかのデフレ・インパクトを伴うものであるが、中期的には企業収益安定につながり、次の景気上昇局面の基盤を固めるものである。

(目次)

はじめに

1. 平成3年度の企業収益動向

(1) 売上高および経常利益の動向

(2) 製造業における収益悪化の背景

(投入原単位は素材業種を中心にさらに上昇)

(売上高人件費比率は5年ぶりに上昇)

(純金融費用は3年ぶりに赤字に転化)

(減価償却費は一段と増加)

(その他固定費比率も引続き上昇)

(損益分岐点对売上高比率は大幅に上昇)

2. 株価低迷の下での企業財務面の変化

(1) 資金運用・調達動向

(2) 財務構成面の変化

(3) 株価下落の企業収益・財務への影響

3. 企業収益の足元の評価と今後の展望

(1) 足元の企業収益の評価

(過去の調整局面との比較)

(収益力の中長期的な評価)

(2) 今後の企業収益の展望

(4年度の売上げ・収益見通し)

(企業の収益力回復・強化に向けての努力)

はじめに

わが国経済は、昭和61年末から約4年間にわたって高い成長を続けたが、その後徐々に減速傾向を示し、昨年後半以降は、最終需要の増勢鈍化・在庫積上がりから生産・在庫調整が本格化するなど厳しい調整過程をたどりつつある。

こうした状況下における主要企業の経営動向をみると、売上げ伸び悩みによる固定費負担の増大から3年度収益は大幅な落込みを示し、財務面でも、株価下落の影響により有価

証券含み益が大幅に減少するなど悪化傾向がうかがわれる。これに対し各企業では、単なる諸コスト削減にとどまらず、これまでの中期的経営戦略の一部見直し等も含めさまざまな収益体質改善策に本腰を入れて取り組み始めている。

本稿では、こうしたわが国主要企業の最近の経営動向について、製造業を中心に、3年度の「主要企業経営分析」(注1)結果に基づきながら、中長期的視点も交えつつその特徴点をみていくことにしたい。

(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。3年度の集計対象社数は638社(製造業383社、非製造業255社)であり、対象期間は3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2年度中の収益地合いを反映した動きも含まれている。

1. 平成3年度の企業収益動向

(1) 売上高および経常利益の動向

平成3年度の主要企業の売上高は、全産業で前年度比 $\Delta 0.1\%$ と昭和61年度以来5年ぶりにわずかながら減収を記録した(図表1)。

これを業種別にみると、製造業が輸内需全般の伸び悩みから大幅に伸びを鈍化させた(2年度前年度比 $+9.4\% \rightarrow$ 3年度同 $+2.0\%$)ほか、非製造業も、ほとんどの業種において伸び率鈍化をみる中で、ウエイトの高い卸売が減収に転じたことから5年ぶりに減収となった(同 $+2.3\% \rightarrow \Delta 1.4\%$)。

このように、売上高の伸びが頭打ちとなったこと等から、3年度経常利益は全産業で前年度比 $\Delta 14.8\%$ と、5年ぶりに減益に転化した(2年度同 $+0.7\%$)。

このうち、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いたベースでみると、2年度にわずかながら減益($\Delta 0.1\%$)に転化した後、3年度は前年度比 $\Delta 23.6\%$ と

2桁の大幅減益となった。この結果、売上高経常利益率は 4.11% と前年度(5.53%)に比べて大幅に低下し、歴史的にみても、第2次オイルショック時のボトム(57年度 3.77%)に接近するなど低めの水準となった(図表2)。これを素材・加工業種別にみると、素材業種(除く石油精製)ではすべての業種で減益となり、全体でも2年連続の2桁減益となった(2年度前年度比 $\Delta 11.2\% \rightarrow$ 3年度同 $\Delta 18.8\%$)。また、加工業種においても、食料品、造船・重機は増益基調を維持したものの、大方の業種が2桁減益に転化したため、全体でも5年ぶりに大幅な減益を記録した(同 $+6.6\% \rightarrow \Delta 25.9\%$)。一方、売上高経常利益率についてみると、すべての業種が低下をみる中で、素材業種(除く石油精製、2年度 $5.92\% \rightarrow$ 3年度 4.78%)に比べ、加工業種(同 $5.35\% \rightarrow 3.83\%$)での落込み幅がやや大きく、とりわけ電機(同 $5.77\% \rightarrow 3.37\%$)、精密機械(同 $6.06\% \rightarrow 3.31\%$)で

(図表1)

売上高、経常利益の推移

(前年度比増減(Δ)率 %)

		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	3年度	4年度 (予測)
製造業	売上高	1.5	3.7	7.9	1.9	$\Delta 7.3$	3.1	9.6	7.8	9.4	2.0	0.7
	うち 内需	1.8	2.9	6.3	1.7	$\Delta 5.5$	6.3	11.5	7.1	9.6	1.7	0.7
	輸出	0.4	6.2	12.8	2.6	$\Delta 12.5$	$\Delta 6.9$	2.6	10.9	8.9	2.9	0.5
	経常利益	1.9	6.7	33.9	$\Delta 9.2$	$\Delta 26.8$	36.0	39.3	11.3	0.6	$\Delta 22.4$	$\Delta 12.0$
	除く石油精製	$\Delta 9.3$	6.2	36.6	$\Delta 9.3$	$\Delta 28.0$	36.9	40.4	12.8	$\Delta 0.1$	$\Delta 23.6$	$\Delta 11.9$
	素材業種	$\Delta 28.6$	13.2	70.1	$\Delta 12.6$	$\Delta 14.7$	66.5	43.4	5.0	$\Delta 11.2$	$\Delta 18.8$	$\Delta 19.8$
非製造業	加工業種	$\Delta 1.1$	4.4	26.4	$\Delta 7.9$	$\Delta 33.2$	22.2	38.3	18.2	6.6	$\Delta 25.9$	$\Delta 7.7$
	売上高	3.1	1.6	8.2	4.4	$\Delta 11.9$	7.3	8.0	21.6	2.3	$\Delta 1.4$	1.1
	経常利益	$\Delta 5.8$	16.1	4.6	17.7	14.5	$\Delta 4.1$	8.7	4.6	0.8	$\Delta 1.1$	$\Delta 8.5$
全産業	除く電力・通信・リース	$\Delta 8.2$	0.3	13.3	5.1	6.4	16.1	20.8	15.0	7.4	$\Delta 4.4$	$\Delta 7.3$
	売上高	2.4	2.4	8.1	3.4	$\Delta 10.1$	5.6	8.6	16.0	5.0	$\Delta 0.1$	0.9
全産業	経常利益	$\Delta 0.8$	10.0	23.0	$\Delta 0.7$	$\Delta 11.4$	16.7	27.3	8.9	0.7	$\Delta 14.8$	$\Delta 10.5$

(注) 4年度(予測)は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(4年8月)による。

(図表2)

売上高経常利益率の推移

(単位 %)

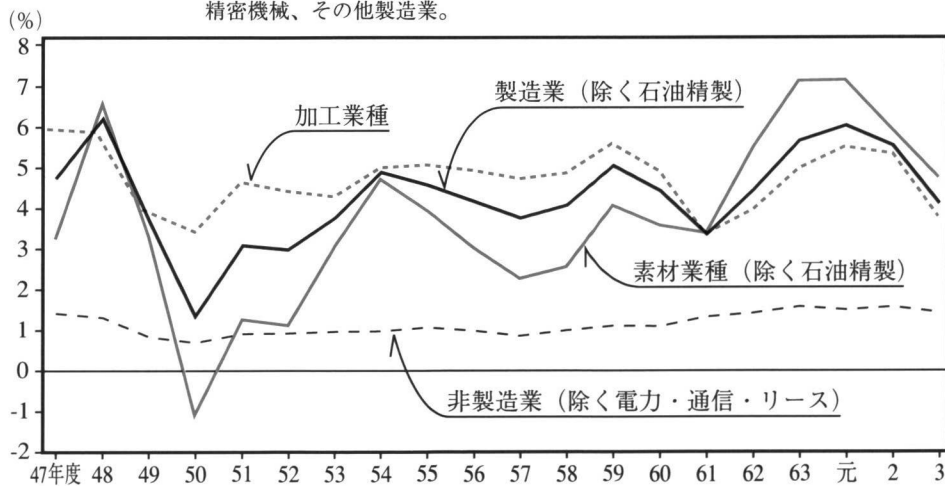
	47～49 年度平均	50～54 年度平均	55～59 年度平均	61 年度	62 年度	63 年度	元 年度	2 年度	3 年度	4年度 (予測)
製造業 (除く石油精製)	4.90	3.20	4.31	3.36	4.45	5.65	6.01	5.53	4.11	3.54
素材業種 (除く石油精製)	4.43	1.81	3.17	3.42	5.46	7.12	7.12	5.92	4.78	3.85
加工業種	5.29	4.35	5.03	3.34	3.95	4.94	5.49	5.35	3.83	3.42
非製造業	1.38	1.21	1.50	2.22	1.98	1.99	1.91	1.88	1.89	1.80
除く電力・通信・リース	1.21	0.91	0.98	1.30	1.40	1.54	1.46	1.55	1.51	1.54

(注) 1. 4年度(予測)は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(4年8月)による。

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。



大幅な低下をみた。

次に、非製造業の経常利益について、振れの大きい電力と元年度から調査対象とした通信およびリースを除くベースでみると、3年度は前年度比 $\Delta 4.4\%$ と9年ぶりに減益に転

化した(2年度前年度比 $+7.4\%$)。この結果、売上高経常利益率は、既往ピークとなった前年度(1.55%)からわずかに低下したが、水準的には引続き高レベルを維持している(注2)。

(注2) 非製造業の足元の利益率水準は歴史的に高レベルとなっているが、これについては、円高に伴う前回調整局面において、製造業の利益率が大きく落込んだのとは対照的に、非製造業の利益率は円高・原油安による物価安定効果等を背景とする個人消費堅調等を反映して大幅上昇を示した(いわゆる製造業と非製造業の「二面性」)こと、および、その後個人消費堅調が長期にわたって持続したこと等が大きく影響している。

(2) 製造業における収益悪化の背景

上記のように、製造業（除く石油精製）の3年度収益は大幅減益となったが、その背景について売上高経常利益率の変化幅（前年度比△1.42%ポイント）を要因別に寄与度分解することにより探ってみると、変動費比率（変動費／売上高）、固定費比率（固定費／売上高）とも2年度に上昇に転じた後、3年度にはさらに上昇をみた（売上高経常利益率の変化幅に対する寄与度〈以下同じ〉：変動費比率△0.41%ポイント、固定費比率△1.08%ポイント、図表3）。

このうち、固定費比率についてやや詳しくみると、同比率の大幅な上昇は、人件費およ

び減価償却費の増加が引続き同比率の押上げ（経常利益率の押下げ）要因として働いた（人件費△0.43%ポイント、減価償却費△0.36%ポイント）ほか、これまで同比率の押下げに寄与してきた純金融費用も一転して押上げに作用する（△0.23%ポイント）など、引続き固定費が増勢を示す中にあって、売上数量の伸びが輪内需低調から小幅にとどまった（+0.57%ポイント）ため、こうしたコストアップを吸収し切れなかったことによるものである。

次に、これらの売上高経常利益率の変動要因について、さらに踏込んだ分析を行ってみよう。

(図表3) 売上高経常利益率（変化幅）の要因分解（製造業＜除く石油精製＞）

(単位 %ポイント、△は利益率押下げ)

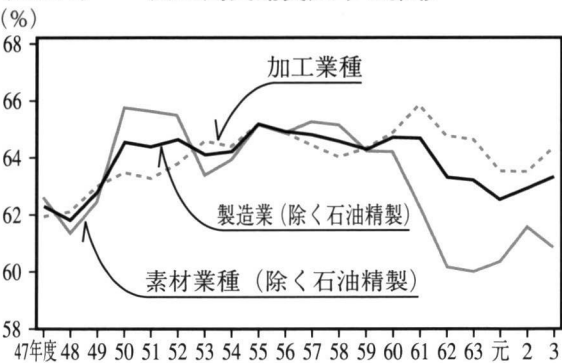
		61年度→元年度	61年度→63年度 (変化幅等は年度平均)	63年度→元年度 (注)	元年度→2年度	2年度→3年度
売上高経常利益率変化幅 ＜除く為替差損益・実質在庫評価損益＞		2.58 ＜ 1.57＞	1.15 ＜ 0.75＞	0.29 ＜ 0.07＞	△0.48 ＜△0.37＞	△1.42 ＜△1.40＞
要 因 別 寄 与 度	変 動 費 比 率 ＜除く実質在庫評価損益＞	1.71 ＜ 0.64＞	0.74 ＜ 0.36＞	0.24 ＜△0.08＞	△0.39 ＜△0.20＞	△0.41 ＜△0.33＞
	固 定 費 比 率	0.93	0.39	0.15	△0.17	△1.08
	固 定 費 要 因	△6.09	△1.68	△2.74	△2.46	△1.57
	人 件 費 要 因	△1.30	△0.24	△0.83	△0.73	△0.43
	純金融費用要因	0.68	0.23	0.22	0.08	△0.23
	減価償却費要因	△0.60	△0.14	△0.33	△0.30	△0.36
	その他固定費要因	△4.87	△1.54	△1.80	△1.51	△0.55
	売 上 高 要 因	7.02	2.07	2.89	2.29	0.49
	価 格 要 因	△0.30	△0.49	0.28	0.10	△0.07
	数 量 要 因	7.33	2.56	2.61	2.19	0.57
為 替 差 損 益		△0.06	0.02	△0.10	0.08	0.07

(注) 63年度と元年度との比較にあたっては、消費税導入に伴う物品税等廃止の影響を除去するため、売上高、変動費および固定費から「物品税等」を控除。

(投入原単位は素材業種を中心にさらに上昇)

売上高変動費比率の推移をみると(図表4)、61年度以降元年度までは為替円高化の下での取引条件の改善等から低下傾向をたどってきたが、2年度には上昇に転じ、3年度もさらに上昇をみた(2年度変化幅+0.39%ポイント→3年度同+0.41%ポイント)。その背景を要因分解によってみてみると(図表5)、3年度は原油価格の低下や為替円高化に伴っ

(図表4) 売上高変動費比率の推移



(図表5) 売上高変動費比率(変化幅)の要因分解
(製造業<除く石油精製>)

(単位 %ポイント)

		63年度	元年度	2年度	3年度
製造業 除く石油精製	変動費比率変化幅	△0.08	△0.24	0.39	0.41
	取引条件	0.47	△0.01	0.01	△0.67
	投入原単位	△0.27	0.09	0.19	0.99
	実質在庫評価損益(△好転)	△0.28	△0.32	0.19	0.09
素材業種	変動費比率変化幅	△0.13	0.26	1.23	△0.73
	取引条件	1.01	△0.10	0.25	△2.47
	投入原単位	△0.72	0.60	0.78	1.37
	実質在庫評価損益(△好転)	△0.42	△0.24	0.20	0.37
加工業種	変動費比率変化幅	△0.06	△1.99	△0.03	0.87
	取引条件	0.31	0.12	△0.07	0.26
	投入原単位	△0.14	△1.80	△0.09	0.57
	実質在庫評価損益(△好転)	△0.23	△0.31	0.13	0.04

(注) 1. △は変動費比率の押下げ(利益率の押上げ)を表わす。

2. 要因分解に用いた式は以下のとおり。

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

売上高変動費比率より

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

売上高変動費比率 投入原単位要因 取引条件要因

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

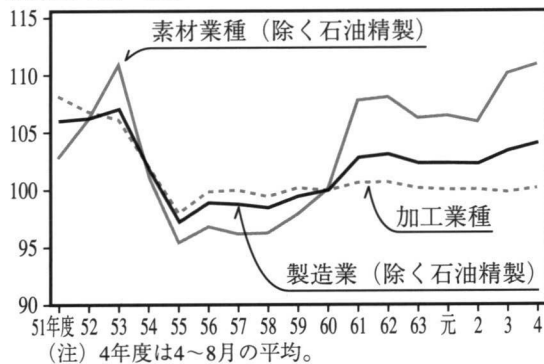
3. 元年度の変化幅については「物品税等」を売上高、変動費から控除して算出。

て交易条件が改善した（同比率の変化幅に対する寄与度〈以下同じ〉 $\Delta 0.67\%$ ポイント、図表6）ものの、物価の全般的な低下からわずかながら実質的な在庫評価損（注3）が発生した（ $+0.09\%$ ポイント）ほか、投入原単位が素材業種を中心にさらに上昇をみた（ $+0.99\%$ ポイント）ため（注4）、同比率の上昇を招来したことがわかる。

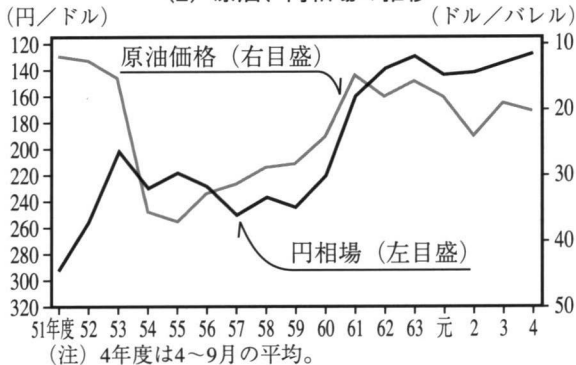
（図表6） 交易条件の推移（原油、円相場）

（1）交易条件の推移

（昭和60年度=100）



（2）原油、円相場の推移



素材・加工業種別の動きをみると、素材業種（除く石油精製）では、投入原単位の上昇（ $+1.37\%$ ポイント）にもかかわらず、交易条件の大幅改善（ $\Delta 2.47\%$ ポイント）から、同比率は3年ぶりに低下した（ $\Delta 0.73\%$ ポイント）。一方、加工業種では、投入原単位の上昇（ $+0.57\%$ ポイント）に加え、交易条件も産出物価の下落から小幅ながら悪化した（ $+0.26\%$ ポイント）ため、同比率は5年ぶりに上昇（ $+0.87\%$ ポイント）をみた。

（売上高人件費比率は5年ぶりに上昇）

人件費の動向をみると（図表7）、3年度は従業員数（パート・臨時雇いを除く）が伸びを高めた（2年度前年度比 $+1.5\%$ →3年度同 $+2.4\%$ ）一方で、名目賃金の上昇率が所定外賃金の減少等から大幅に鈍化（同 $+6.0\%$ → $+2.3\%$ ）したことから、2年度に比べ伸び率が低下した（同 $+7.6\%$ → $+4.8\%$ ）。もともと、売上高人件費比率（人件費／売上高）は、売上高の伸びが人件費以上に鈍化したため、低水準ながらも5年ぶりに上昇に転じた（2年度 10.87% →3年度 11.13% ）。

ここで、従業員数の推移をやや長い目で振り返ってみると、60年以降の円高を契機とする前回の景気調整局面において、企業は従業員数の絞り込みを図り、こうした抑制的スタン

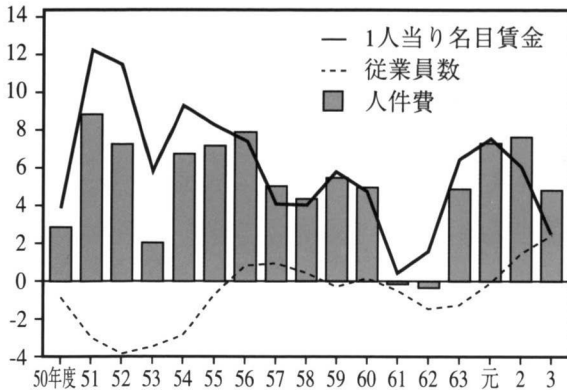
（注3）売上原価（製品製造原価、材料費）計算の際に必要な平均単価の算出方法としては「総平均法」を採用する企業が多いが、その場合、期首棚卸高を加味することから、製品（仕掛品、材料）の価格が上昇（または低下）傾向にあるときには、仮に期中の製品製造原価（総製造費用、材料仕入高）の平均単価を用いた場合に比べ、原価が小さく（または大きく）なる結果、実質上、評価益（または損）が発生する。

（注4）投入原単位については、元年度以降徐々に上昇しているが、この背景としては、外注加工費や荷造運搬費の増加が小口発注・運送の頻発等を通じて投入原単位の引上げに働いているものと考えられる。このほか、製品の高級化・多様化等に対応した使用原材料、部品点数等の増加なども影響を与えているのではないかと推測される。

(図表7) 人件費の推移

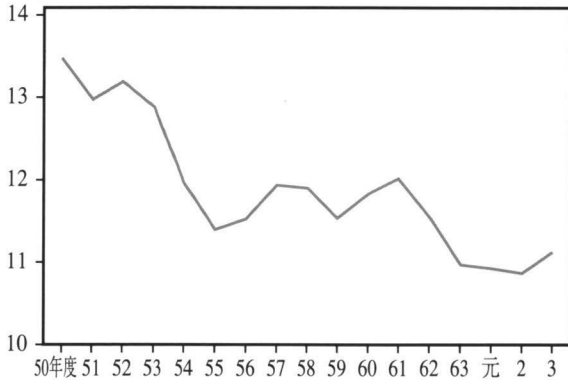
(1) 人件費等の推移（製造業＜除く石油精製＞）

(前年度比 %)



(2) 売上高人件費比率の推移（製造業＜除く石油精製＞）

(%)



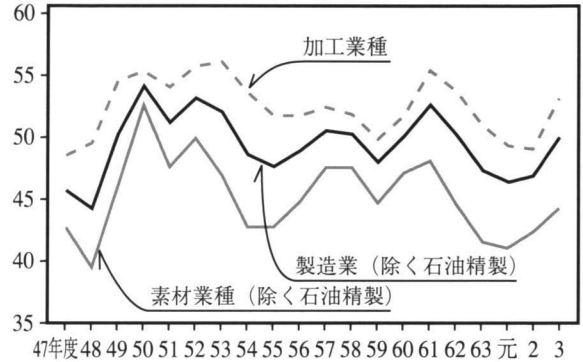
スがその後の景気回復・拡大過程においても元年度までは維持されていた。しかし、“いざなぎ”景気（40年10～45年7月）以来の大型景気が出現する中で、2年度には人手不足感の強まりから従業員数は5年ぶりの増加に転じ、3年度はさらに伸びを高めることとなった。3年度の従業員数の伸び率は第1次オイルショック以降では最大となっており、企業の雇用スタンスがかなり前傾化していた姿がうかがわれる。

この間、分配面の動きをみると（図表8）、労働分配率は3年度大幅な上昇（2年度46.91%→3年度50.12%）を示した。これは、1人当たり名目賃金が小幅ながら上昇した一方で、設備投資効率（付加価値額／有形固定資

(図表8) 労働分配率の推移および変動要因

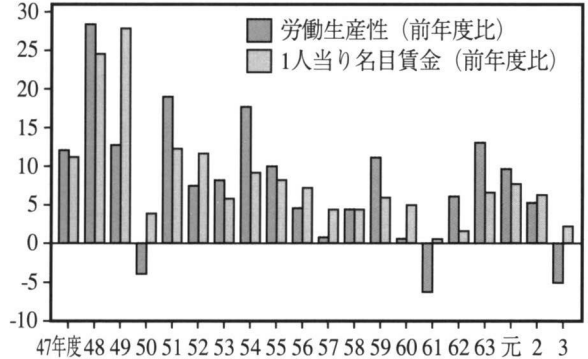
(1) 労働分配率の推移

(%)



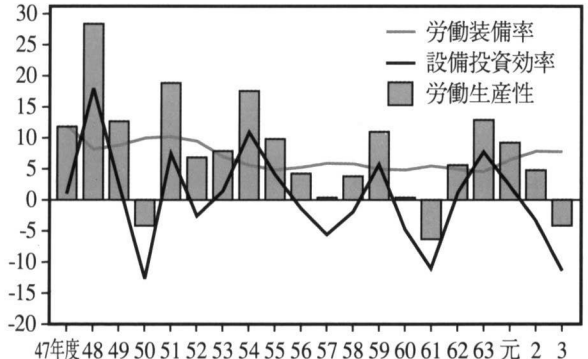
(2) 労働分配率の変動要因（製造業＜除く石油精製＞）

(%)



(3) 労働生産性の変動要因

(前年度比 %)

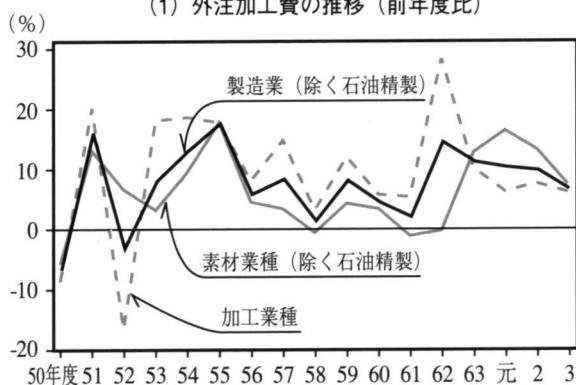


産)が稼働率低下に伴って大幅に悪化した(2年度101.76%→3年度90.58%)ため、労働生産性(1人当り付加価値額)が5年ぶりにマイナスに転じた(2年度前年度比+5.1%→3年度同△4.1%)ことによるものである。

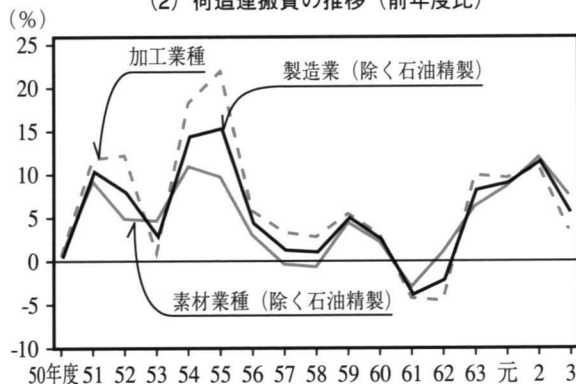
なお、ここで変動費項目中の外注加工費、荷造運搬費の動きについてみておくと(図表9)、生産や物流量の伸び悩み等からいずれも伸び率を低めた(外注加工費:2年度前年度比+9.6%→3年度同+6.7%、荷造運搬費:同+11.5%→+5.5%)が、これらは「準人件費」ともいえ、根強い人手不足感や少量多品種生産の進展等を背景に、対売上高比率では引き続き上昇をみた(外注加工費対売上高比率:2年度4.18%→3年度4.25%、荷造運搬費同:2.60%→2.67%)。

(図表9) 外注加工費・荷造運搬費の推移

(1) 外注加工費の推移(前年度比)



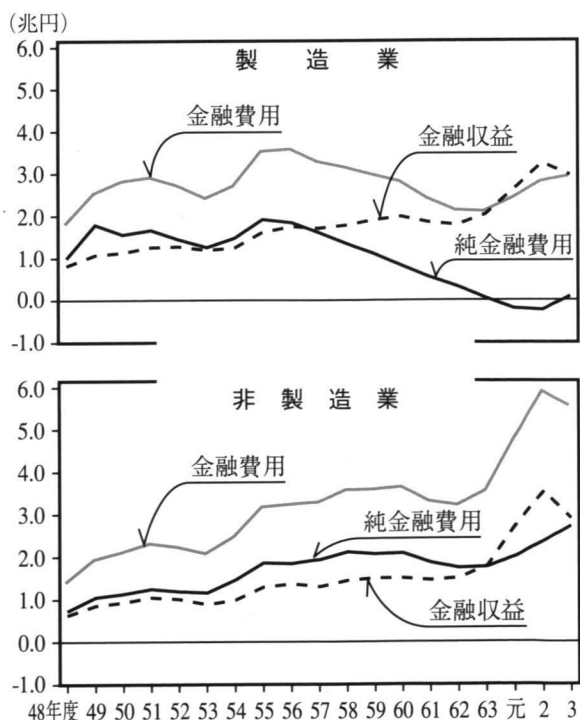
(2) 荷造運搬費の推移(前年度比)



(純金融費用は3年ぶりに赤字に転化)

純金融費用(金融費用-金融収益)の動きをみると(図表10)、元年度、2年度は2年連続の黒字となっていたが、3年度は再びわずかながら赤字に転化し(2年度△26百億円→3年度+4百億円<純金融費用については石油精製を含むベース、以下同じ>)、売上高純金融費用比率も3年ぶりにプラスとなった(2年度△0.18%→3年度0.03%、図表11)。同比率の変化幅(+0.21%ポイント)を純金融費用要因と売上高要因に分解してみると、売上高の寄与はほとんどなく(売上高純金融費用比率の変化幅に対する寄与度<以下同じ>+0.00%ポイント)、同比率の変動はもっぱら純金融費用要因(+0.21%ポイント)によって生じたことがわかる。そこで、純金融費用要因を金融収益と金融費用に分けたうえで、金利要因と残高要因についてみると、①金利要因は、金利低下に伴い金融資産利回り、金融負債利

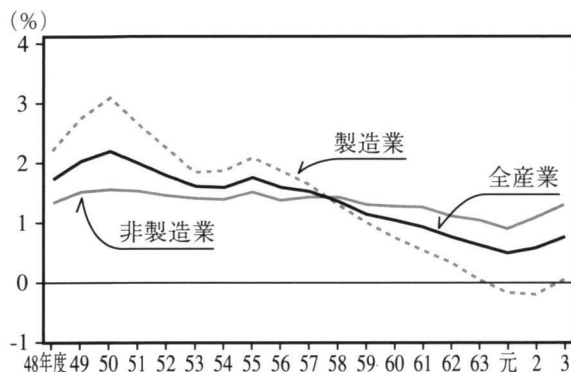
(図表10) 純金融費用の推移



回りとも低下したが、運用資産に占めるウェイトの高い大口定期の金利が市場金利に連動するかたちで急速な低下をみたこと等から、資産側の低下幅が負債側を上回った。また、②残高要因についても、金融資産残高の伸び(+3.6%)が金融負債残高の伸び(+10.2%)を下回り、金利、残高の両面とも収益悪化の方向に働いた(図表11、12、13)(注5)。

(図表11) 売上高純金融費用比率の推移および要因分解

(1) 売上高純金融費用比率の推移



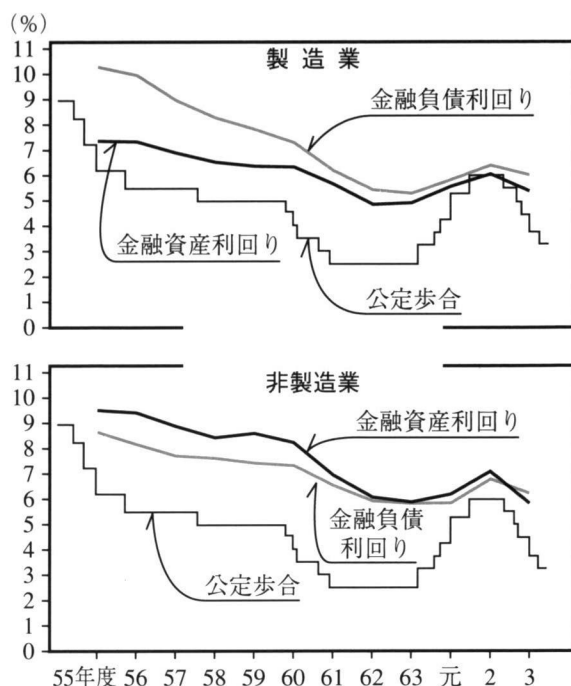
(2) 売上高純金融費用比率の要因分解

(単位: %ポイント)

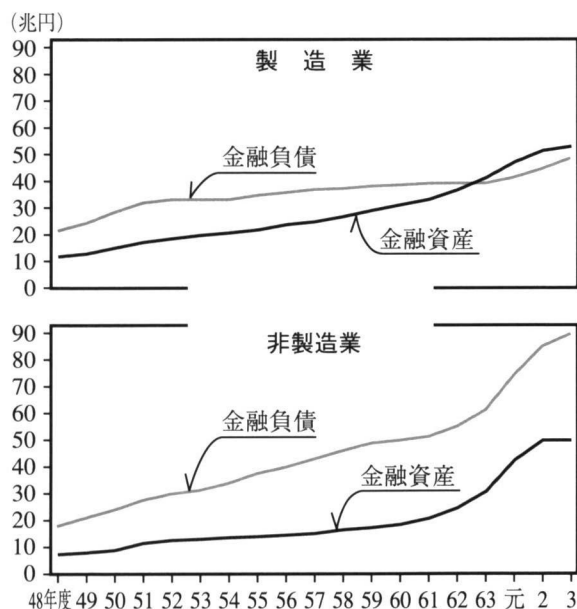
		製造業			非製造業		
		元年度	2年度	3年度	元年度	2年度	3年度
要因別寄与度	売上高純金融費用比率	△0.15	△0.18	0.03	0.90	1.05	1.25
	同上変化幅	△0.20	△0.03	0.21	△0.13	0.15	0.20
	純金融費用要因	△0.21	△0.05	0.21	0.13	0.18	0.19
	金融収益要因	△0.48	△0.39	0.15	△0.58	△0.38	0.25
	金利要因	△0.23	△0.20	0.21	△0.08	△0.19	0.25
	残高要因	△0.25	△0.19	△0.06	△0.50	△0.19	△0.00
	金融費用要因	0.27	0.34	0.06	0.71	0.56	△0.06
	金利要因	0.17	0.20	△0.12	0.03	0.36	△0.16
	残高要因	0.10	0.14	0.18	0.68	0.20	0.10
	売上高要因	0.01	0.02	0.00	△0.26	△0.03	0.01

(注) △は純金融費用比率の押下げ(利益率の押上げ)を表わす。

(図表12) 運用・調達利回りの推移



(図表13) 金融資産・負債残高の推移



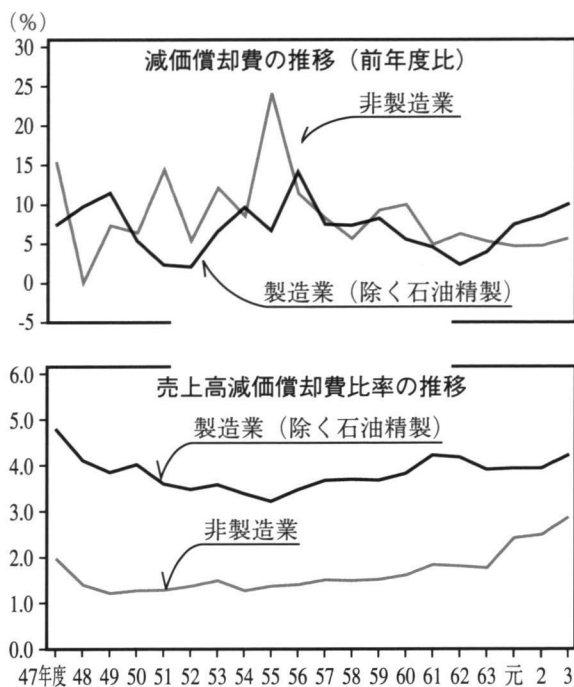
(注5) この間、非製造業の純金融費用の動向についてみると、同費用は前年度に引続き拡大(2年度2.3兆円→3年度2.7兆円)し、売上高純金融費用比率も一段と上昇した(同1.05%→1.25%)。これを金融収益・費用別に金利・残高要因に分解すると、製造業同様、①金利要因では金融資産利回りが負債利回り以上の低下をみたうえ、②残高要因についても、金融資産の伸びがマイナス(△5.0%)となる一方で、金融負債が増加(+3.0%)したことから、全体の金融収支が悪化するかたちとなった。

(減価償却費は一段と増加)

減価償却費(経常損益段階)は、ここ数年の積極的な設備投資(元年度前年度比+30.4%→2年度同+16.2%→3年度同+5.9%)を背景に3年度はさらに伸びを高め(2年度同+8.8%→3年度同+10.3%)、対売上高比率も一段と上昇した(2年度3.99%→3年度4.29%、図表14)。

この間、ここ数年間における企業の投資スタンスについて、設備投資の目的別内訳(日本銀行「主要企業短期経済観測調査」〈以下「主要短観」〉)の推移を手がかりに振り返てみると(図表15)、63年度以降設備投資全体の伸びが高まりを示す中で、とくに増産・拡販投資のウエイトが大きく上昇しており、元～2年度にはその構成比が37%前後と50年代後半のピーク(59年度32.6%)を大きく上回った。こうした点から、今次景気拡大局面においては、企業が豊富な「低コスト」(注6)

(図表14) 減価償却費・売上高減価償却費比率の推移



資金を用いつつ能力増強投資にかなり力を入れていた姿がうかがわれるが、売上げが大幅

(図表15) 製造業設備投資の目的別内訳の推移(主要短観ベース)

(単位 %) (Unit %)

	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	3年度
設備投資伸び率 (前年度比)	28.8	10.6	1.9	△ 8.2	13.4	13.2	△ 11.9	△ 2.2	28.0	22.1	19.6	3.0
構 増産・拡販	31.3	30.2	26.3	27.9	32.6	30.6	25.7	27.6	33.9	37.1	36.5	35.0
成 合理化・省力化	21.7	22.3	25.3	26.9	23.9	22.3	23.2	22.6	20.5	19.4	19.7	19.7
研 究 開 発	14.0	14.7	17.4	18.7	19.7	21.8	25.7	25.6	23.6	21.6	21.7	21.6
比 そ の 他	33.0	32.8	31.0	26.5	23.8	25.3	25.4	24.2	22.0	21.9	22.1	23.7

(注6) もっとも、エクイティ・ファイナンスは、本来他の調達手段、例えば社債発行や銀行借入れの利率を下回る「安価な調達手段」ではない。現在、株価下落に伴う株式転換・引受権行使の不調から、既往エクイティ・ファイナンスのかなりの部分について社債発行や銀行借入れへの乗換えが進められている事実にも照らしても、エクイティ・ファイナンスのコストがその時々長期市場金利を下回るものではないといえることができる。

に鈍化した3年度以降の状況に照らしてみると、これら能力増強投資の中には幾分甘めの需要見通しに基づいて実施された部分があったことは否めず、その分足元の減価償却費負担を大きくしているといえよう。

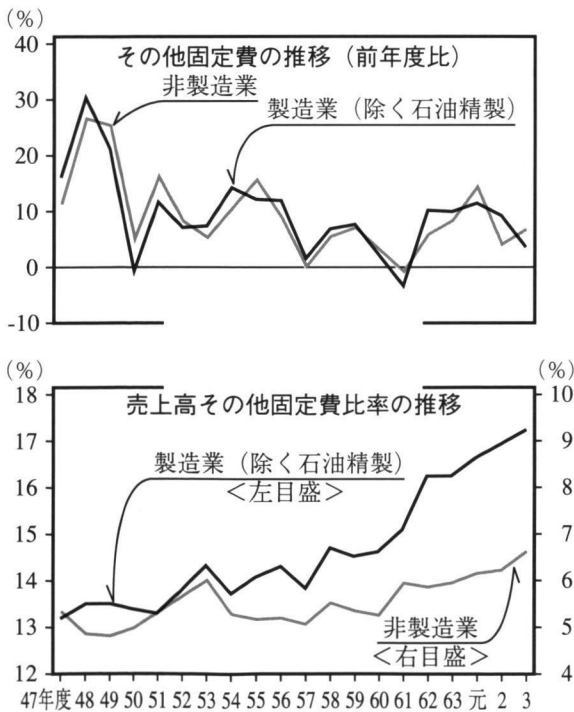
（その他固定費比率も引続き上昇）

固定費全体から前述の3費用項目（人件費、純金融費用、減価償却費）を控除した「その他固定費」の動きをみると（図表16）、3年度には伸びを低めた（2年度前年度比+9.5%→3年度同+3.7%）が、売上高の大幅鈍化

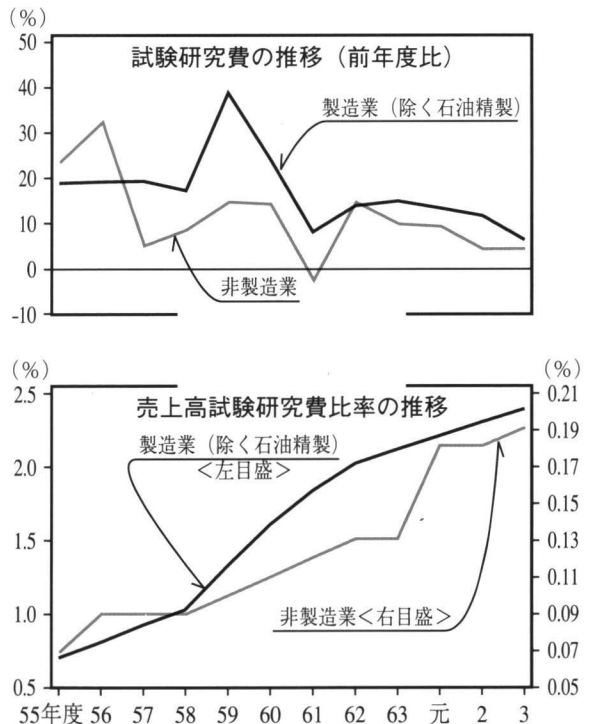
から対売上高比率では引続き上昇をみた（2年度16.92%→3年度17.28%）。

同比率の推移をやや長い目で振返ってみると、61年度以降上昇ピッチが高まるかたちとなっているが、その背景をみると、試験研究費の対売上高比率が50年代末以降急速に伸びを高めており（図表17）、いわば将来の企業成長に向けての「先行投資的費用」の増加がその他固定費の上昇の一因となっていることがわかる。また、試験研究費を除いた部分（注7）（その大半はいわゆる諸経費）につい

（図表16） その他固定費・売上高
その他固定費比率の推移



（図表17） 試験研究費・売上高試験
研究費比率の推移



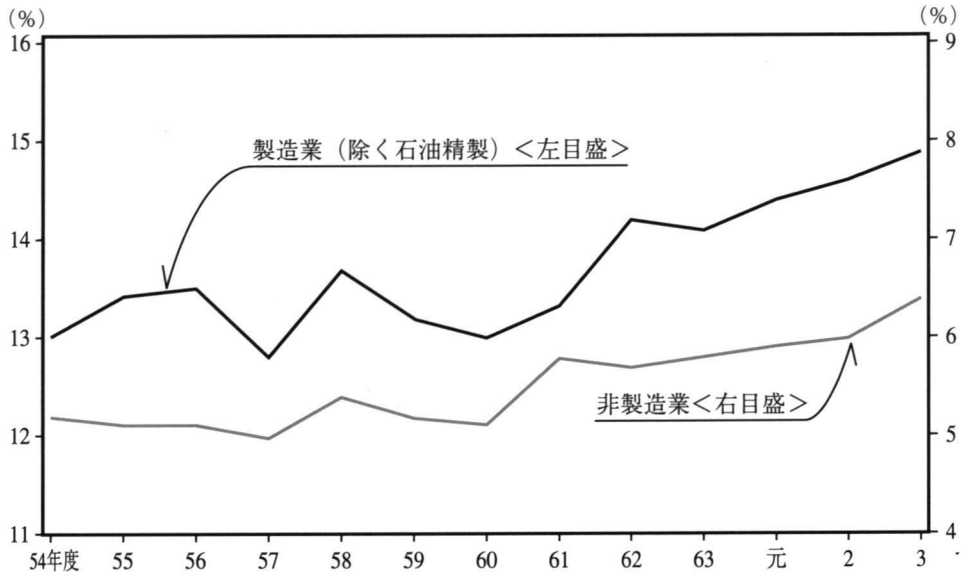
（注7）「その他固定費」のうち「試験研究費」を除いた部分は、主として「製造経費」のうち「外注加工費」、「動力燃料費」、「減価償却費」、「人件費」の4科目以外の部分と、販売・一般管理費中の「その他販売費」（見本費、補償修繕費、保証品費等）および「その他の一般管理費」（業務委託費、諸手数料等）によって構成されている。

ても対売上高比率が61年度以降急速な上昇を示しており（図表18）、これについては、そ

の要因分析は容易ではないが、ここ数年の積極的な事業多角化や内需シフトに伴う販売拠

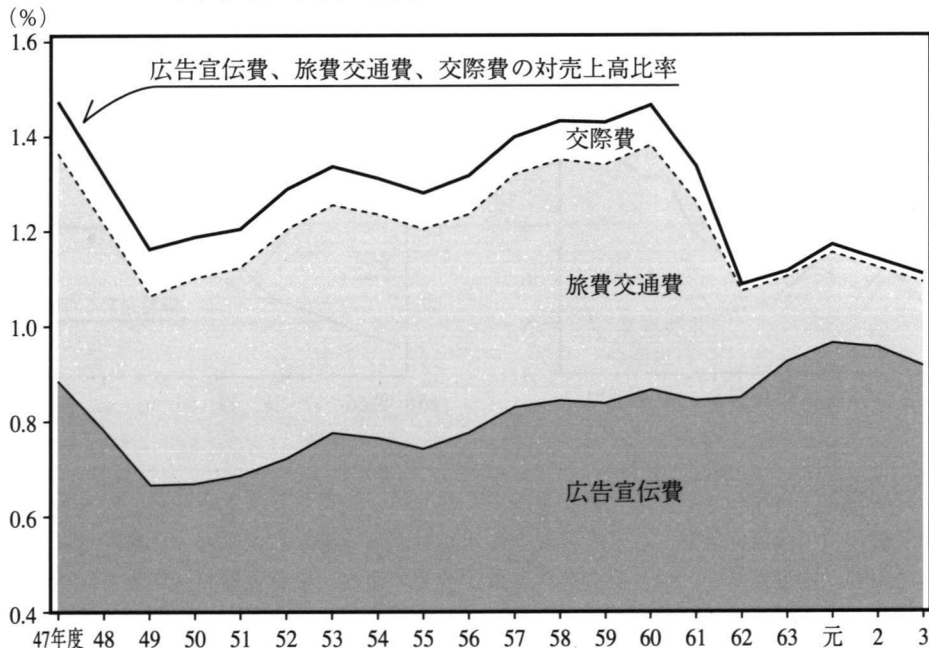
（図表18） その他固定費（除く試験研究費）、広告宣伝費等対売上高比率の推移

（1） その他固定費（除く試験研究費）対売上高比率の推移



（注）「その他固定費」のうち「試験研究費」を除いた部分は、主として「製造経費」のうち「外注加工費」、「動力燃料費」、「減価償却費」、「人件費」の4科目以外の部分と、販売・一般管理費中の「その他販売費」（見本費、補償修繕費、保証品費等）および「その他の一般管理費」（業務委託費、諸手数料等）によって構成されている。

（2） 広告宣伝費、旅費交通費、交際費の対売上高比率の推移



点の整備・拡充などの動きが諸経費増加に対して少なからぬ影響を与えているものと考えられる。ちなみに、主要短観の一環として実施してきた「事業分野の多角化状況調査」を基に、これら諸経費の対売上高比率の変化幅と新規分野への設備投資の伸びを対比してみると（図表19）、新規分野への投資が積極的な業種ほど、諸経費の対売上高比率が高くなっている姿が看取できる。

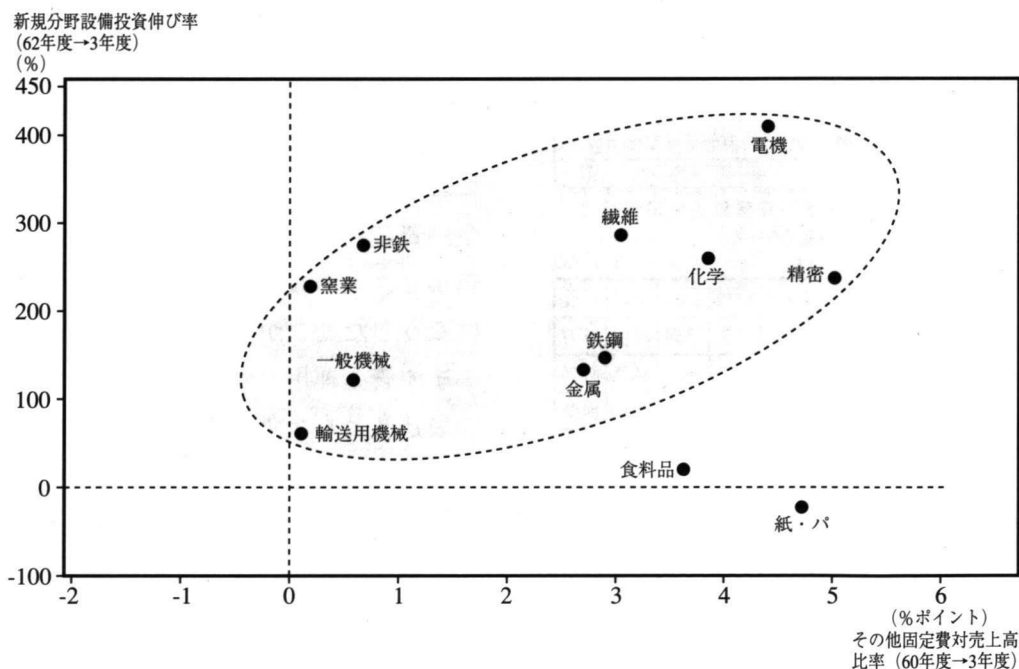
なお、その他固定費のうち、諸経費の代表的な科目としてしばしば引合いに出される広告宣伝費、旅費交通費、交際費の対売上高比

率の推移をみると（前掲図表18）、広告宣伝費は63年度から元年度にかけて水準をかなり高めたが、2年度以降は再び低下傾向にある。一方、旅費交通費、交際費については、61、62年度にかなりの絞り込みが行われた後、足元までは横ばい圏内で推移している（注8）。

（損益分岐点对売上高比率は大幅に上昇）

以上の結果、製造業（除く石油精製）の3年度の損益分岐点对売上高比率は、88.77%（2年度85.08%）と大幅に上昇し、第2次オイルショック時のピーク（57年度89.29%）

（図表19） 新規分野設備投資とその他固定費対売上高比率の変化



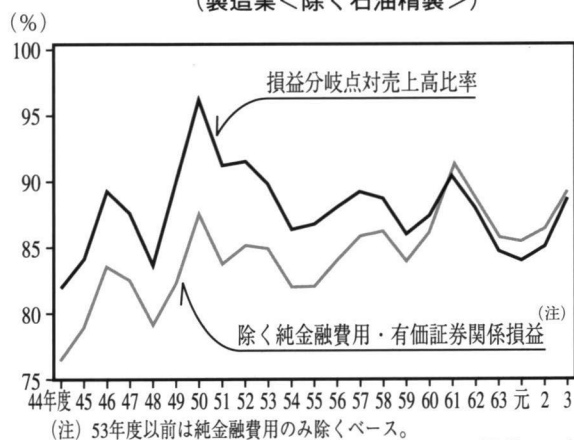
（注）その他固定費＝「その他販売費」＋「その他の一般管理費」＋（「経費」－「外注加工費」－「動力燃料費」－「人件費」－「減価償却費」）

（注8）この間、非製造業についてこれら3科目合計の対売上高比率の推移をみると、62～63年度に若干低下した後、元年度以降は旅費交通費、広告宣伝費を中心に上昇傾向をたどっている（63年度0.46%→3年度0.53%）。

に迫る水準にまで悪化した（図表20）。

これを素材・加工業種別にみると、売上高経常利益率同様それぞれ押しなべて悪化しているが（素材業種〈除く石油精製〉：2年度84.55%→3年度87.76%、加工業種：同85.33%→89.24%）、素材業種では鉄鋼（同86.20%→90.19%）、非鉄（同84.72%→88.15%）、加工業種では精密機械（同85.65%→91.99%）、電機（同86.65%→91.99%）、自動車（同

（図表20） 損益分岐点对売上高比率の推移
（製造業〈除く石油精製〉）



	60年度	61年度	62年度	63年度	元年度	2年度	3年度
製造業（除く石油精製）	87.43	90.47	87.87	84.63	83.94	85.08	88.77
素材業種（除く石油精製）	89.96	90.95	86.27	82.16	82.02	84.55	87.76
窯業	84.10	84.52	80.42	77.17	77.11	80.89	84.28
化学	84.85	84.90	81.95	79.64	80.01	82.27	84.99
繊維	88.14	90.15	85.55	83.43	83.49	84.93	87.94
非鉄金属	93.55	93.51	87.31	84.76	83.84	84.72	88.15
鉄鋼	96.54	100.94	93.52	85.08	83.84	86.20	90.19
紙・パルプ	88.31	87.37	85.80	82.92	85.15	93.04	95.98
加工業種	86.07	90.22	88.76	85.98	84.93	85.33	89.24
金属製品	85.02	83.51	81.08	77.57	76.83	76.55	78.44
精密機械	84.67	93.08	90.26	84.68	84.19	85.65	91.99
一般機械	86.87	91.66	90.45	86.95	84.47	84.30	88.59
輸送用機械	85.38	90.00	89.37	86.05	85.62	85.75	89.24
電気機械	86.62	91.74	89.91	86.66	85.75	86.65	91.99
食料品	87.15	86.53	84.92	87.12	88.10	88.48	88.59
ゴム	89.70	89.62	83.70	82.82	80.97	81.39	84.84

83.03%→87.67%）、一般機械（同84.30%→88.59%）の悪化が目立つ。

なお、損益分岐点对売上高比率の動きをやや長い目でみると、50年代以降緩やかな下方トレンドを描いているようにうかがわれるが、これについては、50年代後半以降の長期にわたる金融緩和の下で純金融費用・有価証券関係損益が趨勢的に低下（収益にプラス寄与）することによってもたらされていた面が少なくなく、試みにそうした金融要因を控除してみると、前述のような減価償却費や試験研究費の負担の高まりを反映して、50年代以降むしろ上昇トレンドを描くかたちとなる（その意味合いについては第3章（1）で後述）。

2. 株価低迷の下での企業財務面の変化

（1）資金運用・調達の変向

企業の資金運用・調達面（増加額ベース）における動きをみると（図表21）、2年度に金融資産運用と外部資金調達がともに大幅に縮小し、大きな構造変化が生じたが、3年度はこうした動きが一段と進展した。

まず資金運用（資産増減）面では、製造業、非製造業とも2年度に金融資産の運用額が大幅に縮小し、資金運用全体に占めるウェイトは元年度までの5割前後から1～2割程度まで縮小したが、3年度にはこうした傾向がさらに進み、非製造業を中心にわずかながらマイナス（資産取崩し）に転じた。

金融資産運用の内訳をみると、投資有価証券への運用が半減（全産業：2年度4.6兆円→3年度2.1兆円）したほか、定期性預金（定期預金、CD、外貨預金）を中心に現預金の

(図表21)

資金運用・調達動向(増加額ベース)

(単位 兆円、%)

全 産 業			62年度		63年度		元年度		2 年度		3 年度			
				構成比		構成比		構成比		前年度比	構成比		前年度比	構成比
資金運用	実 物 投 資 A	10.5	58.2	13.4	56.9	19.0	54.5	22.2	17.0	93.3	23.4	5.2	100.1	
	設 備 投 資	9.8	54.2	11.2	47.5	15.7	45.2	17.9	13.9	75.3	19.8	10.3	84.7	
	在 庫 投 資	0.7	4.0	2.2	9.4	3.2	9.3	4.3	32.3	18.0	3.6	△16.2	15.4	
	金 融 資 産 B	9.1	50.2	11.6	49.4	17.9	51.4	3.2	△82.4	13.3	△ 0.7	—	△ 3.0	
	現 預 金	5.9	32.8	7.7	32.8	9.5	27.3	△ 5.8	—	△24.3	△ 4.9	—	△21.2	
	短 期 所 有 有 価 証 券	0.7	4.0	0.4	1.9	1.2	3.5	1.1	△ 8.1	4.7	1.1	1.5	4.9	
	投 資 有 価 証 券	2.1	11.4	3.0	12.7	4.8	13.8	4.6	△ 4.3	19.4	2.1	△54.7	9.0	
資金調達	関 係 会 社 分	1.2	6.4	1.8	7.8	3.2	9.2	3.8	19.1	15.9	2.5	△33.7	10.8	
	そ の 他 と も 計	18.1	100.0	23.5	100.0	34.8	100.0	23.8	△31.6	100.0	23.3	△ 2.0	100.0	
	内 部 資 金 C	9.7	53.4	11.0	46.6	14.3	40.9	15.0	5.3	63.0	15.4	2.6	66.0	
	減 価 償 却	7.4	40.8	7.7	32.9	10.4	29.7	11.1	7.0	46.6	12.2	10.1	52.3	
	内 部 留 保	2.3	12.5	3.2	13.7	3.9	11.2	3.9	0.5	16.4	3.2	△18.6	13.7	
	外 部 資 金 D	8.4	46.6	12.6	53.4	20.6	59.1	8.8	△57.2	37.0	7.9	△ 9.9	34.0	
	借 入 金	1.3	7.3	3.5	15.0	3.8	11.0	3.7	△ 2.8	15.6	1.7	△54.1	7.3	
	普 通 社 債	0.0	△ 0.1	△ 0.3	△ 1.2	△ 0.6	△ 1.6	2.1	—	8.7	3.8	84.7	16.4	
	エキイティ・ファイナンス	7.1	39.4	9.3	39.7	17.3	49.7	3.0	△82.6	12.6	2.4	△20.6	10.3	
	転 換 社 債	1.7	9.2	1.0	4.3	3.2	9.1	△ 0.1	—	△ 0.6	0.3	—	1.2	
ワ ラ ン ト 債	2.0	11.2	3.1	13.3	6.8	19.5	1.5	△77.5	6.4	1.5	△ 3.1	6.3		
増 資	3.4	19.0	5.2	22.1	7.3	21.1	1.6	△78.0	6.8	0.6	△61.2	2.7		

(単位 兆円、%)

製 造 業			62年度		63年度		元年度		2 年度		3 年度		
			構成比		構成比		構成比		前年度比	構成比	前年度比	構成比	
資金運用	実 物 投 資 A	4.7	57.1	6.8	67.0	9.2	56.4	10.7	16.8	83.4	10.7	△ 0.4	82.3
	設 備 投 資	5.0	61.1	5.9	58.1	7.9	48.2	9.0	14.7	70.0	9.7	7.3	74.4
	在 庫 投 資	△ 0.3	△ 4.0	0.9	8.9	1.3	8.2	1.7	29.0	13.4	1.0	△40.4	7.9
	金 融 資 産 B	4.5	54.2	3.9	38.6	6.6	40.3	2.3	△65.4	17.6	1.8	△18.6	14.2
	現 預 金	3.1	38.0	2.1	20.3	2.9	17.8	△ 2.3	—	△18.2	△ 0.6	—	△ 4.7
	短 期 所 有 有 価 証 券	0.4	4.3	△ 0.1	△ 1.4	0.5	2.9	0.5	5.8	3.8	0.6	24.7	4.7
	投 資 有 価 証 券	1.3	15.3	1.9	19.3	2.9	18.1	3.2	10.1	25.2	1.3	△59.6	10.1
資金調達	関 係 会 社 分	0.9	10.4	1.5	14.4	2.3	14.2	2.7	18.9	21.4	1.6	△43.2	12.0
	そ の 他 と も 計	8.2	100.0	10.1	100.0	16.3	100.0	12.9	△21.1	100.0	13.0	1.0	100.0
	内 部 資 金 C	6.0	73.3	7.1	69.9	7.8	47.9	8.3	6.1	64.4	8.0	△ 3.6	61.5
	減 価 償 却	4.5	54.8	4.7	46.4	5.1	31.2	5.5	8.1	42.7	6.0	9.1	46.2
	内 部 留 保	1.5	18.5	2.4	23.5	2.7	16.7	2.8	2.3	21.7	2.0	△28.7	15.3
	外 部 資 金 D	2.2	26.7	3.0	30.1	8.5	52.1	4.6	△46.1	35.6	5.0	9.3	38.5
	借 入 金	△ 1.9	△23.0	△ 2.5	△24.9	△ 2.7	△16.5	2.0	—	15.2	1.2	△37.2	9.5
	普 通 社 債	△ 0.2	△ 2.8	△ 0.5	△ 4.5	△ 0.4	△ 2.5	0.6	—	4.4	1.9	231.6	14.3
	エクイティ・ファイナンス	4.3	52.5	6.0	59.6	11.6	71.1	2.1	△82.3	16.0	1.9	△ 7.1	14.7
	転 換 社 債	0.4	5.1	0.9	9.0	2.6	15.9	△ 0.3	—	△ 2.6	0.3	—	2.6
ワ ラ ン ト 債	1.3	15.5	2.1	21.1	4.0	24.7	1.2	△70.0	9.4	1.2	△ 1.2	9.2	
増 資	2.6	31.9	3.0	29.5	5.0	30.5	1.2	△76.3	9.2	0.4	△68.4	2.9	

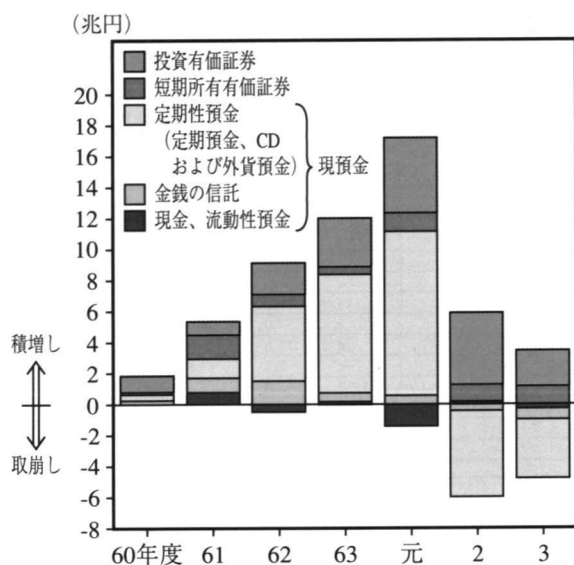
(単位 兆円、%)

非製造業			62年度		63年度		元年度		2年度		3年度		
			構成比	構成比	構成比	構成比	前年度比	構成比	前年度比	構成比			
資金運用	実物投資A	5.8	59.0	6.6	49.3	9.8	52.8	11.5	17.2	104.9	12.7	10.4	122.6
	設備投資	4.8	48.4	5.3	39.6	7.9	42.6	8.9	13.0	81.5	10.1	13.3	97.7
	在庫投資	1.1	10.6	1.3	9.8	1.9	10.3	2.6	34.6	23.4	2.6	0.2	24.8
	金融資産B	4.6	46.9	7.7	57.5	11.3	61.1	0.9	△92.2	8.1	△2.5	—	△24.6
	現金	2.8	28.4	5.7	42.2	6.6	35.8	△3.4	—	△31.5	△4.3	—	△41.9
	短期所有有価証券	0.4	3.8	0.6	4.4	0.8	4.1	0.6	△16.6	5.7	0.5	△16.7	5.1
	投資有価証券	0.8	8.2	1.0	7.8	1.9	10.1	1.4	△27.0	12.5	0.8	△43.1	7.5
関係会社分	0.3	3.0	0.4	2.8	0.9	4.7	1.0	19.7	9.6	1.0	△8.8	9.3	
資金調達	その他とも計	9.9	100.0	13.4	100.0	18.5	100.0	10.9	△40.9	100.0	10.3	△5.6	100.0
	内 部 資 金C	3.6	36.8	3.9	29.1	6.4	34.8	6.7	4.2	61.4	7.4	10.2	71.6
	減価償却	2.9	29.2	3.1	22.7	5.3	28.5	5.6	6.0	51.1	6.2	11.0	60.1
	内部留保	0.7	7.5	0.9	6.3	1.2	6.3	1.1	△3.8	10.3	1.2	6.4	11.6
	外 部 資 金D	6.3	63.2	9.5	70.9	12.1	65.2	4.2	△65.0	38.6	2.9	△30.6	28.4
	借入金	3.2	32.5	6.0	45.0	6.5	35.2	1.8	△73.1	16.0	0.5	△73.0	4.6
	普通社債	0.2	2.2	0.2	1.2	△0.2	△0.8	1.5	—	13.9	2.0	30.3	19.1
	エクイティ・ファイナンス	2.8	28.5	3.3	24.7	5.7	30.8	1.0	△83.3	8.7	0.5	△49.7	4.6
	転換社債	1.2	12.6	0.1	0.8	0.6	3.2	0.2	△66.1	1.8	△0.1	—	△0.6
	ワラント債	0.8	7.6	1.0	7.4	2.7	14.8	0.3	△88.5	2.9	0.3	△10.4	2.7
増資	0.8	8.3	2.2	16.5	2.4	12.8	0.4	△81.5	4.0	0.3	△41.9	2.5	

(注) 1. 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)

2. () 内は対売上高比率。

(図表22) 金融資産運用額の推移 (全産業)

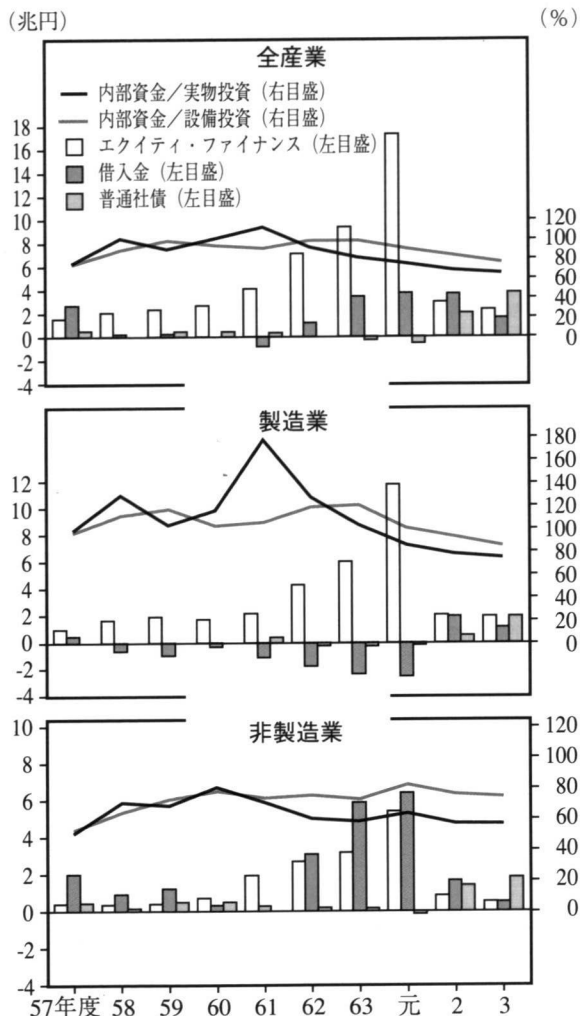


取崩しが引続き進行した (同△5.8兆円→△4.9兆円、図表22)。

一方、資金調達 (負債・資本増減) 面のうち、まず内部資金 (内部留保+減価償却) についてみると、収益の悪化を反映して内部留保が製造業を中心に減少した (全産業: 2年度前年度比+0.5%→3年度同△18.6%) もものの、減価償却が引続きかなりの増加 (同+7.0%→+10.1%) を示したため、全体では増加基調を維持するかたちとなった (同+5.3%→+2.6%)。もっとも、実物投資が設備投資を中心にこれを上回る伸びを示した (+5.2%) 結果、内部資金による実物投資のカバー率は引続き低下した (2年度67.6%→3年度65.8%、図表23)。

次に外部資金調達についてみると、2年度大幅に縮小した後、3年度もさらに減少をみた (全産業: 2年度前年度比△57.2%→3年

(図表23) 資金調達の動向



度同△9.9%)。外部資金の中身を見ると、普通社債が長期金利の低下や発行限度額の引上げ (注9) 等から増加 (全産業: 3年度前年度比+84.7%) をみた一方で、エクイティ・ファイナンスが株価の低迷が続く中で引続きかなりの縮小 (同△82.6%→△20.6%) となったほか、借入金も鞘抜き目当てのCP発行の減少等から大幅に減少した (同△2.8%→△54.1%)。

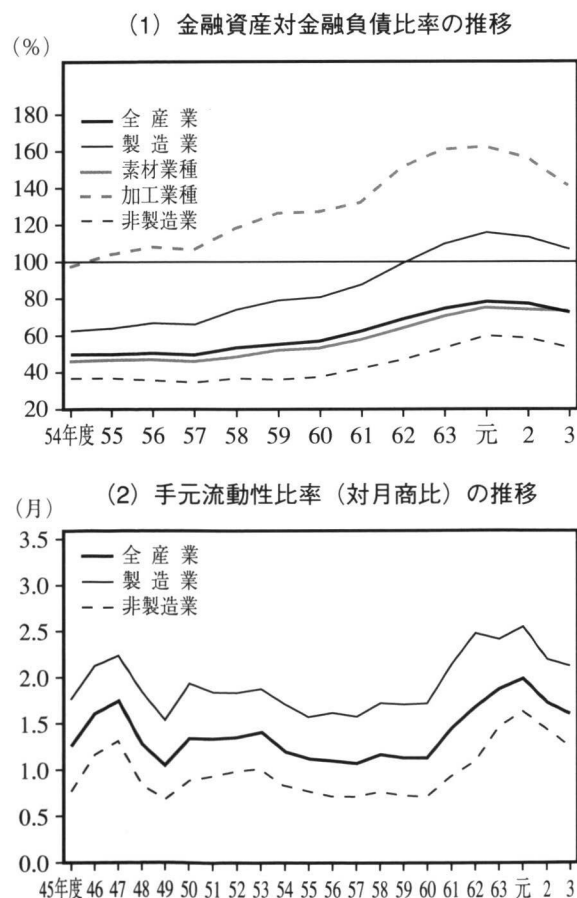
(注9) 普通社債の発行限度は、従来「資本金及び法定準備金」または「純資産」のいずれか低い方とされていたが、平成3年4月の商法改正により「純資産」に一歩化された結果、任意積立金相当分限度額が上げられた。

(2) 財務構成面の変化

上記の結果、金融資産対金融負債比率は、製造業、非製造業とも元年度ピーク（全産業：78.13%）の後、足元一段と低下したが（同：2年度76.43%→3年度71.39%、図表24）、製造業では依然運用超の状態にあるなど、歴史的にはなお高い水準にある。

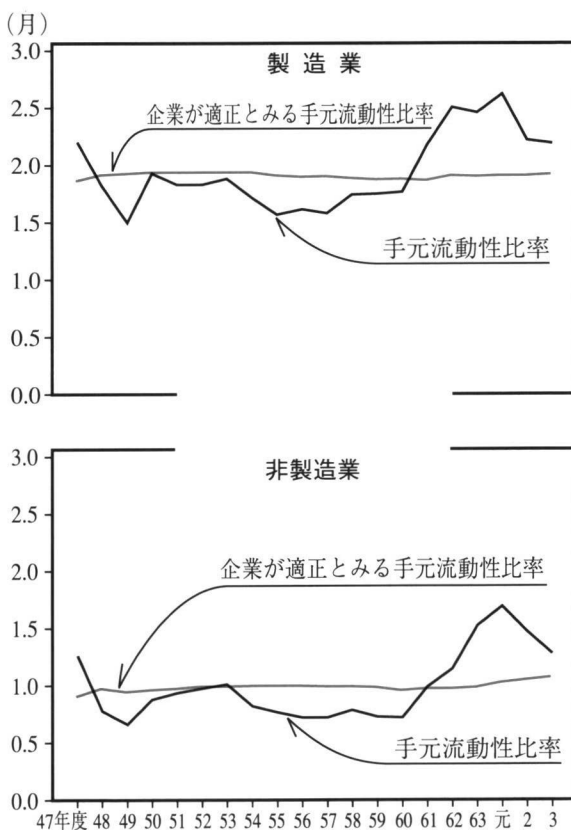
また、手元流動性比率の推移をみると、なお高めの水準ながら現預金を中心に低下傾向を持続した（全産業：2年度月商比1.77か月→3年度同1.65か月、図表24）。ちなみに、

(図表24) 金融資産対金融負債比率、手元流動性比率の推移



主要短観における現預金水準判断D.I.と手元流動性比率との相関関係に基づき、企業が適正と判断する手元流動性比率を試算し、これとの乖離幅をみると（図表25）、3年度は製造業で0.26か月分、非製造業で0.22か月分それぞれ適正とされる水準を上回っており、元年度をピークに縮小傾向にはあるものの、なおある程度の余裕が存在する姿となっている。

(図表25) 適正手元流動性比率の試算



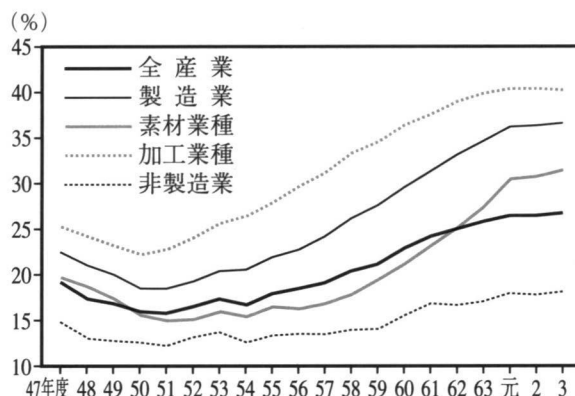
(注) 主要短観の手元流動性比率および現預金水準判断D.I.を用いて得られた適正手元流動性比率をベースに算出。

$$(\text{手元流動性比率})_t = \alpha_t + \beta_t \cdot (\text{現預金水準判断D.I.})_t + \varepsilon_t$$

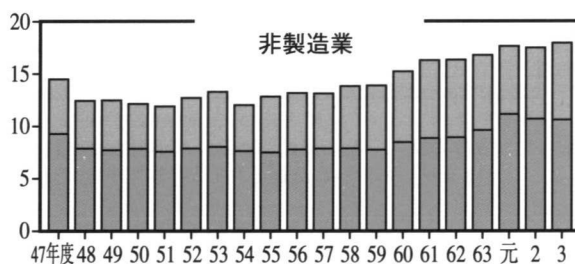
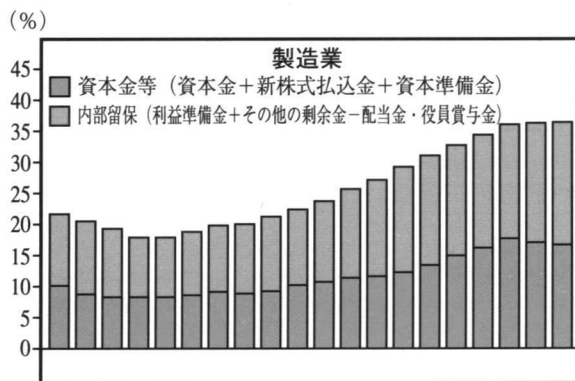
として時変パラメータ α_t 、 β_t をカルマンフィルターを用いて推定し、現預金水準判断D.I.が0であるときの手元流動性比率の値 α_t を適正水準値とする。

この間、自己資本比率の動きをみると（図表26）、2年度横ばいの後、3年度は設備投資の抑制等により総資産の伸びが鈍化（全産業：2年度前年度比+7.0%→3年度+2.5%）したことから再び若干上昇をみた（同：2年

（図表26） 自己資本比率の推移



（自己資本比率の内訳）



度26.43%→3年度26.69%)。もっとも、エクイティ・ファイナンスの低調持続を映じて、上昇テンポは元年度以前に比べかなり緩やかとなっている。いずれにせよ、その水準自体は歴史的にみて高レベルにあり、収益環境の変化等に対してかなりの抵抗力が備わっているとみることができよう。

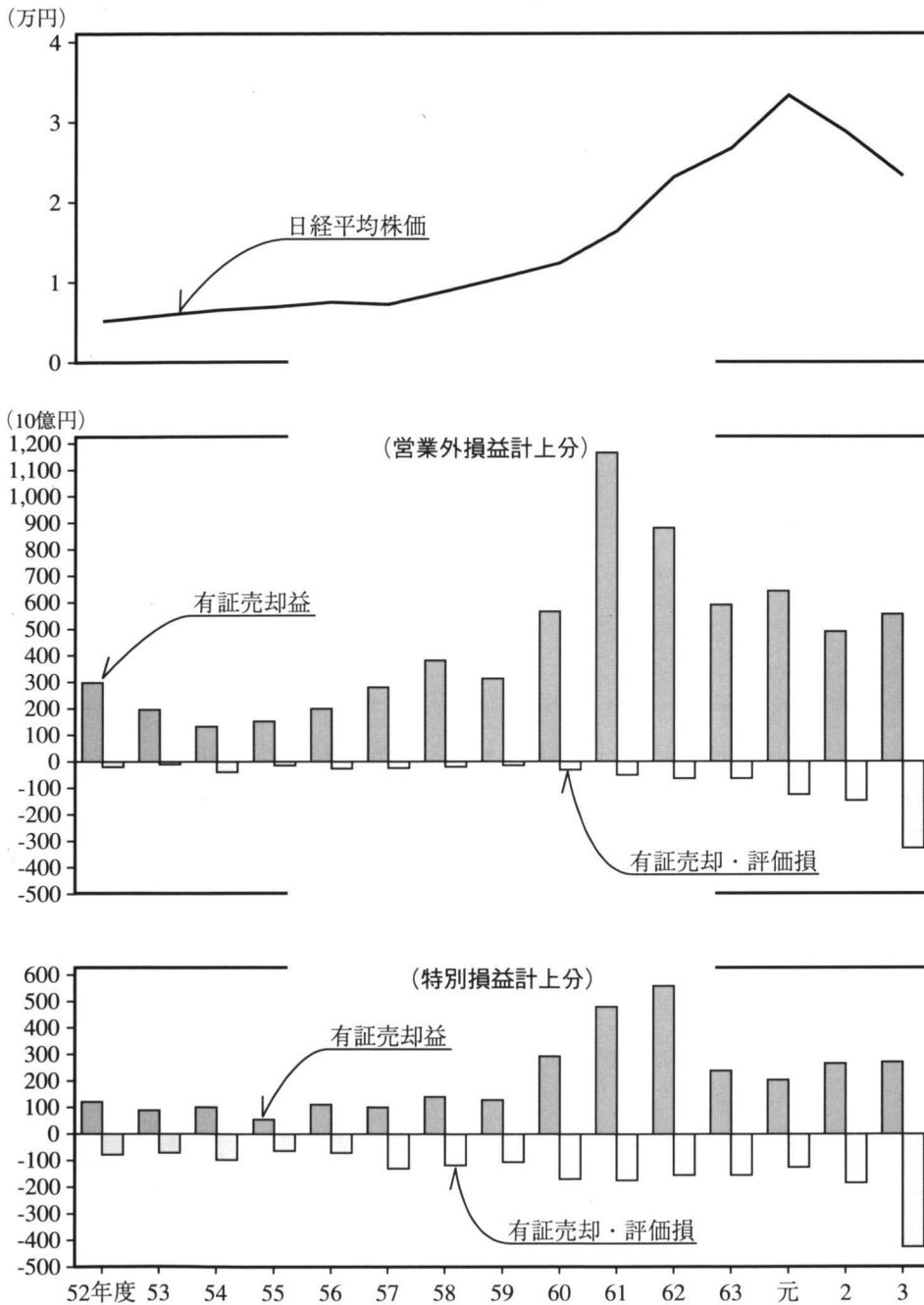
（3）株価下落の企業収益・財務への影響

次に株価の大幅下落（日経平均株価3年3月末26,292円→4年3月末19,345円）が企業の収益・財務面に与えた影響の度合いを調べてみると、まず収益面では、有価証券売却・評価損（注10）（営業外計上分）が前年度比倍増（全産業：2年度1,550億円→3年度3,364億円、図表27）をみたが、経常利益に対する影響度は比較的軽微にとどまっており（3年度の全産業経常減益△14.8%に対する寄与度は△1.6%）、その一方で売却・評価損の穴埋めや売上げ低調による減益補てんのための有価証券売却による益出しが増加（全産業：4,802億円→5,500億円）したため、有価証券関係損益は、わずかながら経常利益に対してプラス寄与となった（同：3,252億円→2,136億円）。

この間、特別損益段階における有価証券関係損益の動向をみると、3年度の売却・評価損は2年度を大きく上回り（同：1,848億円→4,313億円）、57年度以来9年ぶりにかなりのネット損超となった（同：2年度857億円→△1,529億円）ことから、営業外段階での

（注10）有価証券の評価損は、原則として低価法採用企業が計上することとなるが、3年度の集計対象企業638社中、低価法採用先は326社となっており、約半数の企業が評価損計上の対象となっている。

(図表27) 有価証券関係損益等の動向 (全産業)



収益へのプラス寄与分を大きく減殺するかたちとなった。

次に、財務面への影響としては、バランスシート上に表われない有価証券含み益の大幅縮小にも着目する必要があるだろう。すなわち、

主要短観ベースでみると、3年度末のネット含み益は前年度末に比べ4割方減少した（減少額は経常利益約2年分に相当）ほか、ネット含み損を抱える企業数も全体の6%程度にまで増加するなど、これまでの財務面での潜在

的なゆとりが圧縮されることとなった（注11）。

3. 企業収益の足元の評価と今後の展望

（1）足元の企業収益の評価

（過去の調整局面との比較）

以上で述べてきた企業収益・財務面における足元の状況を、製造業（除く石油精製）に

ついて過去の調整局面（売上高経常利益率のボトム時）と比較してみると（図表28）、収益力の面では過去の調整局面のボトム水準に接近しつつあるが、財務面では比較的良好な状態にあるとの評価が可能であろう。

すなわち、まず収益面についてみると、売上高経常利益率および損益分岐点对売上高比

（図表28） 諸収益指標の過去の調整局面との比較（製造業＜除く石油精製＞）

（単位：%、月）

	いざなぎ景気後		第1次オイルショック時		第2次オイルショック時		円高不況時		今次局面		
	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)	57年度 (ボトム)	59年度 (ピーク)	61年度 (ボトム)	元年度 (ピーク)	2年度	3年度
売上高 (前年度比)	21.6	4.5	27.5	0.8	14.9	1.7	8.8	△ 5.1	7.5	8.6	2.4
経常利益 (前年度比)	28.7	△27.1	68.5	△64.3	50.2	△ 9.3	36.6	△28.0	12.8	△ 0.1	△23.6
売上高 経常利益率	6.41	3.89	6.23	1.33	4.88	3.77	5.02	3.36	6.01	5.53	4.11
変動費比率	64.32	63.22	61.76	64.55	64.21	64.77	64.30	64.69	62.56	62.95	63.37
交易条件 (60年度=100)	119.60	128.02	113.83	109.82	101.87	98.83	99.50	102.97	102.47	102.45	103.55
投入原単位 (60年度=100)	120.52	125.87	112.74	111.24	103.04	98.89	99.45	102.20	100.01	100.32	101.90
固定費比率	29.27	32.90	31.94	34.11	30.84	31.44	30.69	31.92	31.34	31.51	32.58
損益分岐点 対売上高比率	82.04 (83.24)	89.44 (89.55)	83.71 (88.06)	96.24 (97.96)	86.36 (88.32)	89.29 (89.08)	85.95 (86.01)	90.47 (88.33)	83.94 (84.24)	85.08 (85.18)	88.77 (88.85)
使用総資本回転率	0.98	0.86	0.97	0.91	1.09	1.09	1.13	1.03	1.01	0.99	0.96
自己資本比率	26.04	22.65	21.85	19.54	21.87	25.74	28.56	31.90	37.30	37.42	37.60
内部留保率	11.40	11.49	12.17	10.32	12.02	13.92	15.98	17.91	18.57	19.23	19.84
金融資産対 金融負債比率	—	50.78	58.21	54.99	67.37	71.68	82.73	89.10	120.00	117.18	109.42
金融収支率	41.52	46.12	47.58	42.12	49.92	57.76	65.71	78.47	113.15	115.20	102.68
手元流動性比率 (対月商比)	1.78	2.17	1.89	2.06	1.82	1.73	1.83	2.24	2.66	2.29	2.26

（注）1. 手元流動性比率の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。

2. ピークは売上高経常利益率による。

3. 損益分岐点对売上高比率の下段（ ）内は、実質在庫評価損益および為替差損益控除後の損益分岐点对売上高比率。

（注11）

有価証券含み損益の動向（主要短観〈596社〉ベース、単位 億円）

	2年度	3年度	前年度差
全産業	449,729	274,604	△175,125
製造業	296,314	181,315	△114,999
非製造業	153,415	93,288	△ 60,127

ネット有価証券含み損が発生している企業数

	2年度 (社)	3年度 (社)	〔集計社数に〕 対する割合(%)
全産業	8	34	5.7
製造業	5	18	5.1
非製造業	3	16	6.6

率は、今次局面において2年度以降悪化傾向を示し、3年度はいずれも第2次オイルショック時のボトム水準にかなり接近してきている。これを収益構造の点からみると、変動費比率は足元も比較的良好な水準にある一方で、固定費比率は第2次オイルショック時および円高不況時の収益ボトム水準を既に上回っており、このことは、今次局面においては固定費の負担が相対的に大きいことを如実に示している。

ここで収益力の業種・企業間格差という観

点から過去との比較を行ってみよう。まず各景気調整局面におけるピークからボトムまでの売上高経常利益率の業種別の変化幅についてみると（図表29）、2度のオイルショック時には原油依存度の高い素材業種が大きく落込み、また円高不況時には輸出比率の高い加工業種（注12）の悪化幅がより大きいなど、これまでの調整局面では素材・加工業種間に明らかなコントラストがみられた。これに対し、今次局面においては、2年度中は湾岸戦

（図表29） 売上高経常利益率の変化幅（「ピーク」－「ボトム」）

（単位：%ポイント）

	第1次オイルショック (48年度→50年度)	第2次オイルショック (54年度→57年度)	円高不況 (59年度→61年度)	今次局面 (元年度→3年度)	元年度→2年度	2年度→3年度
製造業 (除く石油精製)	△ 4.90	△ 1.11	△ 1.66	△ 1.90	△ 0.48	△ 1.42
素材業種 (除く石油精製)	△ 7.67	△ 2.48	△ 0.63	△ 2.34	△ 1.20	△ 1.14
繊維	△14.95	△ 1.99	△ 0.47	△ 1.65	△ 0.57	△ 1.08
紙・パ	△ 6.99	△ 1.55	△ 1.32	△ 4.87	△ 2.88	△ 0.97
化学	△ 5.39	△ 1.98	△ 0.22	△ 2.50	△ 1.20	△ 1.06
窯業	△ 6.51	△ 1.67	△ 0.17	△ 3.04	△ 1.65	△ 1.12
鉄鋼	△ 6.79	△ 5.67	△ 3.29	△ 3.22	△ 1.47	△ 1.75
非鉄	△ 7.42	△ 1.98	△ 0.37	△ 0.84	△ 0.23	△ 0.61
加工業種	△ 2.44	△ 0.27	△ 2.22	△ 1.66	△ 0.14	△ 1.52
食料品	△ 1.89	△ 0.73	0.56	△ 0.88	0.00	△ 0.05
金属製品	△ 2.38	△ 2.23	—	△ 0.92	0.16	△ 0.92
一般機械	△ 0.91	△ 0.98	△ 2.85	△ 1.73	0.00	△ 1.73
電気機械	△ 3.58	△ 0.43	△ 4.07	△ 2.81	△ 0.41	△ 2.40
自動車	△ 4.08	△ 1.03	△ 1.55	△ 1.46	△ 0.03	△ 1.43
造船・重機	△ 5.43	△ 0.42	△ 5.36	△ 0.17	0.28	△ 0.17
精密機械	△ 1.32	△ 3.22	△ 4.42	△ 3.60	△ 0.85	△ 2.75

（注）第1次オイルショック、第2次オイルショックにおける造船・重機の計数は、造船のみ。

（注12）

売上高輸出比率の推移

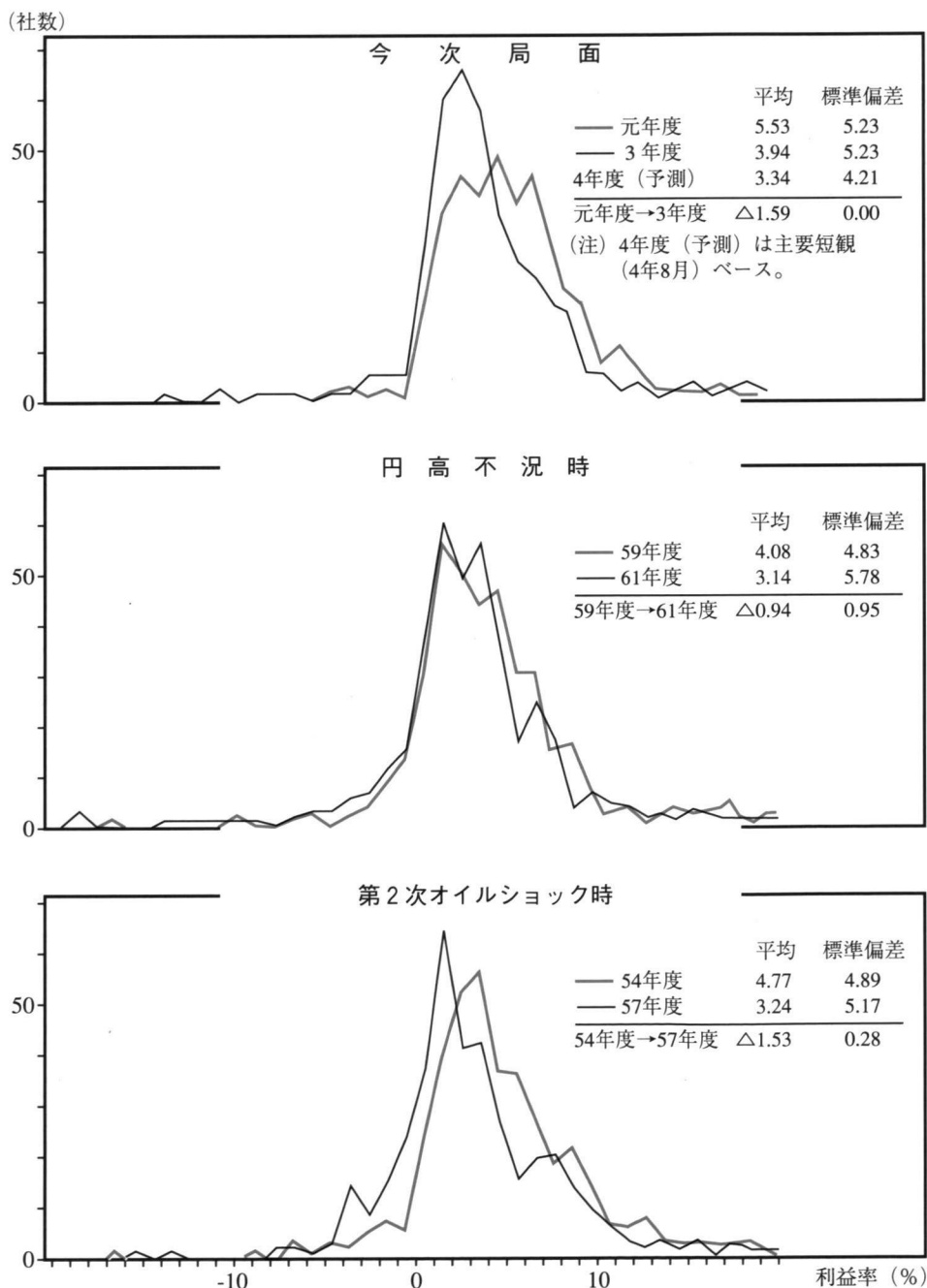
（単位：%）

	60年度	61年度	62年度	63年度	元年度	2年度	3年度
製造業	25.9	24.8	22.1	20.4	20.9	20.9	21.2
素材	12.4	11.9	10.0	10.0	9.7	9.4	9.4
加工	34.3	31.7	28.9	26.3	27.2	27.2	27.3

争に伴う原油価格の一時的な急騰から素材業種での悪化幅が大きくなっている（売上高経常利益率変化幅〈元年度→2年度〉：素材業種〈除く石油精製〉△1.20%ポイント、加工業種△0.14%ポイント）ものの、3年度は、今次景気調整が最終需要全般の伸び悩みによ

る自律反転といった性格を帯びていることを反映して、素材・加工の区別なく押しなべて悪化をみている（同〈2年度→3年度〉：同△1.14%ポイント、同△1.52%ポイント）。次に、企業間格差の状況を、その売上高経常利益率の分布状況によりみてみると（図表30）、

(図表30) 売上高経常利益率の個社別分布状況（製造業）



第2次オイルショック時および円高不況時には、原油依存度や輸出比率の違いを反映するかたちで同利益率の企業間格差が広がった（売上高経常利益率の標準偏差：54年度→57年度+0.28%ポイント、59年度→61年度+0.95%ポイント）が、今回はそうした傾向はとくにうかがわれていない（同：元年度→3年度+0.00%ポイント）。また、こうした動きとも関連すると思われるが、今次局面では、後述のように財務面での体力が維持されていることとも相まって、欠損企業の割合が過去の調整局面に比べてかなり小さくなっている（注13）。

一方、財務面について過去との比較を行ってみると、今次局面では、前述のとおり株価の下落に伴って有価証券の含み益がかなり目減りしていることや、先行きにかけても、ここ数年大量に発行されたワラント債や転換社債の償還を控えている（手元流動性の減少、リファイナンスによる調達コスト増を招来）

ことなどに留意しておく必要はあるにせよ、収益悪化に対するバッファとみなしうる自己資本や内部留保が過去の局面に比べかなり高い水準にあるほか、金融資産対金融負債比率、手元流動性比率等も比較的高めとなっており（前掲図表28）、それなりの体力が維持されている姿となっている。

（収益力の中長期的な評価）

こうした状況下、製造業の収益力をやや長い目で振返ってみると、売上高経常利益率は50年代以降ピーク時の水準が徐々に高まっており（前掲図表2）、全体として緩やかな上方トレンドを描いているようにみえる。しかし、これは主として50年代後半以降の純金融費用比率の趨勢的低下によるものであり、企業の本業部門（非金融部門）における収益力を示す売上高営業利益率は加工業種を中心にむしろ緩やかな下方トレンドを示している（注14）（後掲図表31、なお、素材業種に

（注13）

経 常 欠 損 企 業 の 割 合

（単位 %）

	50年度	57年度	61年度	3年度	4年度（予測）
全 産 業	34.6	18.8	12.3	5.5	6.1
製 造 業	41.3	21.2	14.5	6.3	7.4
非製造業	19.7	13.9	8.8	4.3	4.4

（注）4年度（予測）は主要短観（4年8月）ベース。

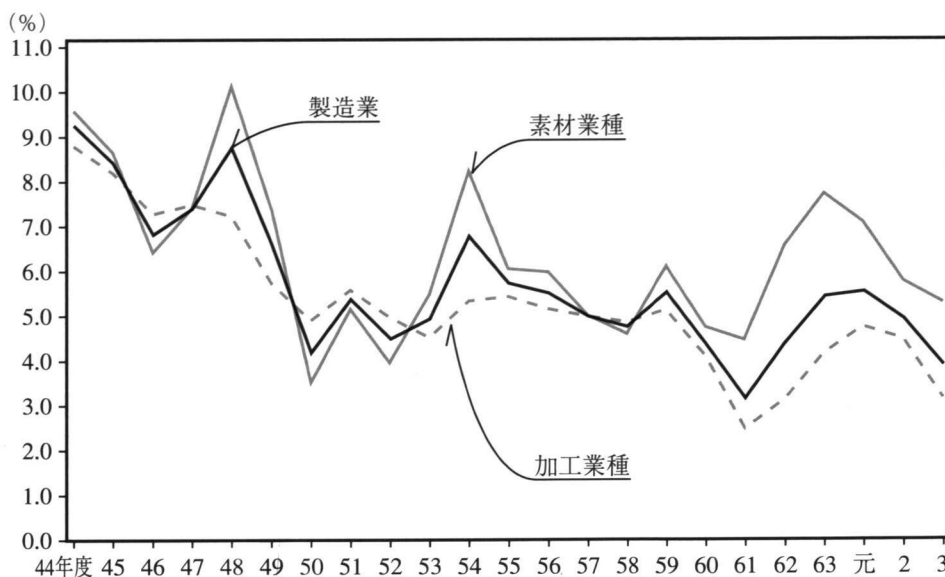
（注14）なお、資本の収益性を示す使用総資本営業利益率（金融資産控除後ベース）でみても、これと同様の傾向がうかがわれる。

使 用 総 資 本 営 業 利 益 率 の 推 移

（単位 %）

	51～55年度	56～60年度	61～2年度	3年度
製 造 業	8.28	8.24	7.58	5.90
素 材	7.79	7.44	7.94	6.34
加 工	8.91	9.05	7.29	5.57

(図表31) 売上高営業利益率の推移



については、円高メリットの享受やこれまでの合理化努力の効果顕現化などにより61年度以降同利益率が比較的高水準で推移してきており、加工業種のような明りょうな下方トレンドはうかがわれない)。こうした動きは、前述した「金融要因を除く損益分岐点对売上高比率の趨勢的上昇」とも符合するものであり、プラザ合意以降の円高等に対応して進められてきた各種合理化、さらには製品の高付加価値化・少量多品種化といった経営努力にもかかわらず、結果的には本業部門の収益力が必ずしも十分向上してこなかった可能性を示唆

している。すなわち、加工業種を中心に営業利益率の低下傾向がみられるのは、例えば電機などの業種に端的に表われているように(図表32)、コスト面では製品の高付加価値化、先端・成長分野における新商品開発などを反映して、試験研究費や減価償却費が逐年増加を示す一方で、製品価格面では、企業間競争の激化に加え、先端商品に対する供給力が需要を上回りがちとなってきたこともあって、製品需給が緩和する局面が生じ、価格が低めに抑えられてきたことによるものとみることができる(注15)。

(注15) こうした状況を反映して、企業の製品高付加価値化に向けての努力にもかかわらず、加工業種の「事後的」な付加価値率(付加価値額/売上高)はむしろ趨勢的に低下。

付加価値率の推移

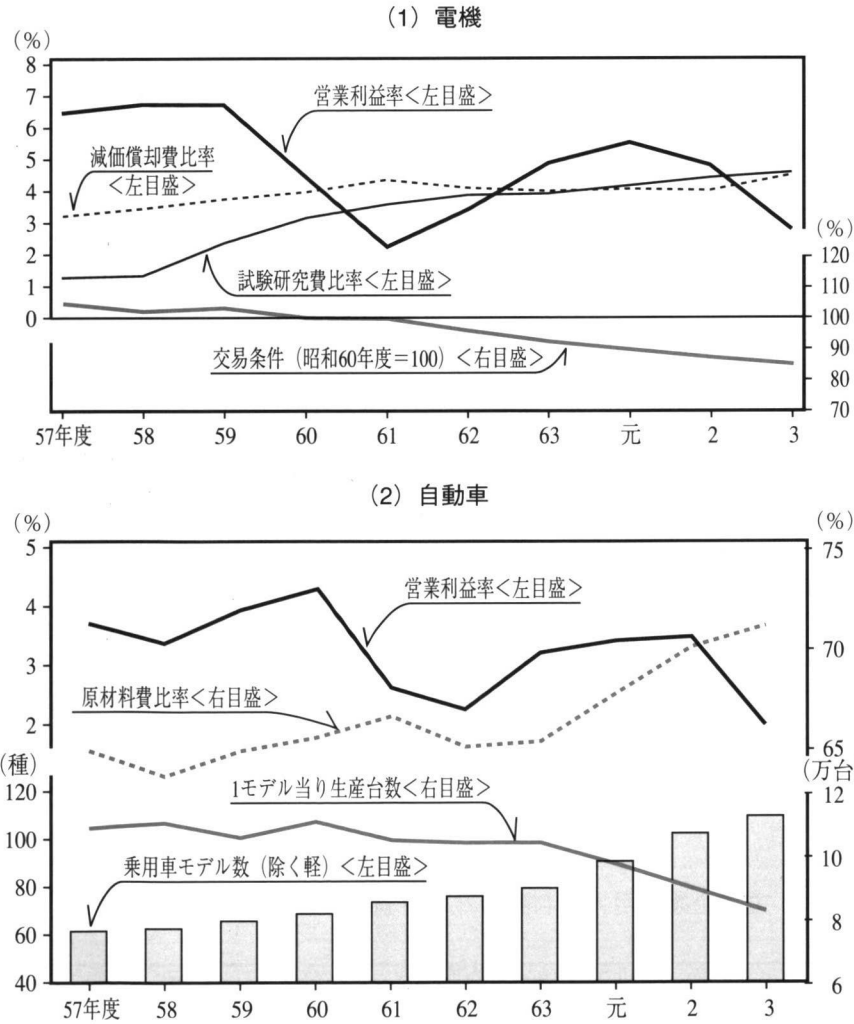
(単位 %)

	51～55年度	56～60年度	61～2年度	3年度
製造業	23.10	22.03	22.51	21.53
素材	22.25	20.84	24.45	22.79
加工	23.96	23.02	21.44	20.88

なお、同じ加工業種でも、自動車の場合には、営業利益率の趨勢的低下はこれらの固定費ではなく、むしろ原材料費比率の上昇によってもたらされている面が大きい。これについては、主に乗用車の高級化やモデル数増加に伴う部品単価および部品点数の上昇や生産効率の低下を反映したものと考えられる（図表32）。

以上のように、62年以降の景気拡大局面においては、金融収支改善の陰に隠れるかたちで本業部門での収益力の趨勢的低下が目立って表面化することはなかったが、今後は金融部門の収益的寄与の拡大に多くは期待できない状況となっているだけに、企業としては改めて本業部門での収益力強化に取り組むことが重要な課題となっているといえよう。

(図表32) 電機、自動車の売上高営業利益率等の推移



(2) 今後の企業収益の展望
(4年度の売上げ・収益見通し)

まず、主要短観（4年8月調査）を基に、4年度の売上げ・収益の予測をみると、最終需要の一段の伸び悩みや生産調整の本格化から売上げがさらに鈍化する一方で、コスト面では減価償却費の増加が続くことなどから、製造業では2年連続の2桁減益となる見込みにあるほか、非製造業でもかなりの減益が予想されており（注16）、企業の収益環境には引続き厳しいものがある。

(企業の収益力回復・強化に向けての努力)

こうした状況に対し、各企業では収益力の回復・強化に向けて固定費圧縮を柱とする各種対策を講じつつあるが、景気調整局面に通常みられるこうしたいわば循環的なコスト削減努力と並んで、中期的な企業戦略・事業展開をこの機会に点検・再評価し、一部見直しを図る動きも目立ち始めている。

このうちまず固定費圧縮努力について若干

敷延すると、各企業とも、現在の景気情勢の下で、減価償却費負担の軽減を図るため、4年度について設備投資の大幅削減を実施している（製造業の4年度設備投資計画〈主要短観ベース〉は前年度比△10.4%）。この結果、減価償却費は、4年度については過去の積極的投資スタンスを反映して引続き増加傾向を持続するものの、その後は徐々に負担が軽減されていくものと思われる。ちなみに、企業の保有する有形固定資産（土地を除く）に対する減価償却累計率の推移をみると（図表33）、元～3年度までは設備投資の大幅な伸びを反映して同比率は低下を示し、翌期以降の減価償却負担の上昇を招いていたが、4年度（主要短観の予測計数に基づく推計）にはこれが上昇に転じ、減価償却圧力が幾分弱まる試算結果となっている。

また、雇用面についても、各企業では人件費圧縮を狙って抑制スタンスを徐々に強めている（注17）。もっとも、その具体的な抑制方法をみると、期間工・パートや新卒者採用の

(注16)

4年度売上げ・収益見通し（主要短観ベース）

(単位 前年度比 %)

	売 上 高		経 常 利 益	
	3年度	4年度	3年度	4年度
全 産 業	0.3 (△0.1)	0.9	△16.4 (△14.8)	△10.5
製 造 業	1.0 (2.0)	0.7	△23.4 (△22.4)	△12.0
非製造業	△ 0.2 (△1.4)	1.1	△ 4.9 (△ 1.1)	△ 8.5

(注) () 内は主要経営分析ベース。

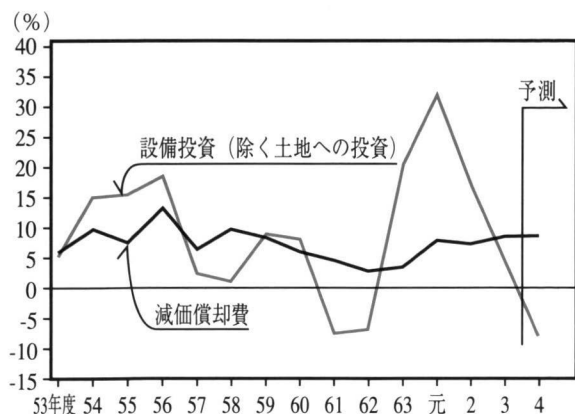
(注17)

主要企業雇用人員判断 D.I. (「過剰」－「不足」%) の推移

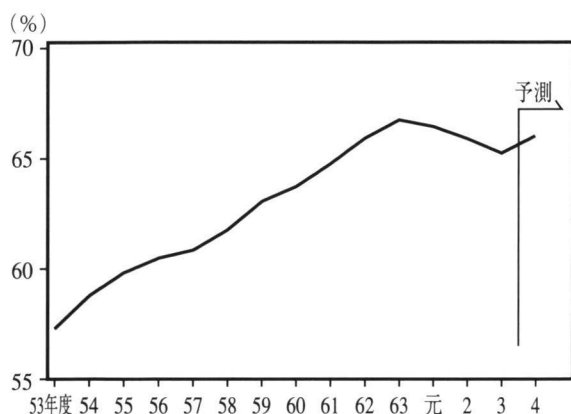
	3年8月	11月	4年2月	5月	8月	12月 (予測)
全 産 業	△ 20	△ 18	△ 15	△ 7	1	△ 1
製 造 業	△ 17	△ 15	△ 13	△ 3	6	4
非製造業	△ 22	△ 20	△ 18	△ 12	△ 6	△ 6

(図表33) 有形固定資産償却累計率の推移
(製造業)

(1) 設備投資、減価償却費の推移 (前年度比)



(2) 有形固定資産減価償却累計率



(注) 1. 予測は主要短観(4年8月)ベース。

2.
$$\text{有形固定資産減価償却累計率} = \frac{\text{減価償却累計額}}{\text{減価償却累計額} + \text{有形固定資産(除く土地・建設仮勘定)残高}}$$

抑制等が中心となっており、中期的人手不足感もあって、正規の従業員も巻込んだ大規模な雇用調整にまで発展する例はほとんどみられていない。

一方、企業の間では、以上のような循環的なコスト削減努力とともに、円高不況以来繰広げられてきた内需シフト、既存分野の縮

小・新規分野への進出(いわゆるリストラクチャリング)を軸とする積極的な事業展開や、それと絡んだ製品の高付加価値化、少量多品種化などの一連の流れについて、この機会に再評価を行い、そのうえで、基本的方向性自体は維持しつつも戦略の一部見直しを図ろうとする動きがみられ始めている。

まず事業多角化について、こうした動きが子会社ないし関連会社を通じて行われることが多い点を踏まえ、これがどの程度収益面に寄与しているかを3年度の連結ベース(集計社数476社)の決算動向を手がかりに眺めてみよう(後掲図表34)。これによると、全産業の売上高は単体ベースでは減収となった一方で、連結ベースでは前年度比+0.7%とわずかながら増収を維持し、営業段階での減益幅(全産業:連結前年度比△10.9%、単体同△12.3%)も親会社単独比小幅にとどまっております(もっとも、経常段階では、金融子会社の業績不振等を背景に単体以上の悪化<同:連結前年度比△19.8%、単体同△17.9%>)、こうした観点からみる限り、これまでの積極的な事業多角化は、全体としてそれなりの成果を収めつつあるとの評価が可能と思われる。こうした中、事業多角化自体を全面的に見直すといった動きは必ずしも広範化しているわけではないが、個々の事業内容を十分チェックしたうえで不採算事業からの撤退を進める動きがこのところやや目立つ状況にある。また、高付加価値化や少量多品種化の流れについても、やや行過ぎと判断される部分について見直しを行い、製品機種・部品点数

(図表34)

売上高、営業・経常利益の連単比較

(単位 %)

		売上高 (前年度比)		営業利益 (前年度比)		経常利益 (前年度比)		売上高 営業利益率		売上高 経常利益率	
		2年度	3年度	2年度	3年度	2年度	3年度	2年度	3年度	2年度	3年度
全 産 業	連 結	7.2	0.7	2.9	△10.9	△ 0.6	△19.8	3.77	3.34	3.26	2.60
	親会社単独	4.3	△ 0.5	1.3	△12.3	1.0	△17.9	3.16	2.78	3.13	2.58
	連 単 比 率	1.20	1.21	1.43	1.45	1.25	1.22	—	—	—	—
製 造 業 (除く石油精製)	連 結	11.4	3.7	△ 0.3	△17.4	△ 1.8	△24.3	5.81	4.63	5.35	3.90
	親会社単独	8.6	2.6	△ 2.7	△21.3	△ 0.3	△23.6	5.13	3.94	5.53	4.11
	連 単 比 率	1.33	1.34	1.50	1.58	1.28	1.27	—	—	—	—
非 製 造 業 (除くリース)	連 結	3.8	△ 1.6	9.8	1.4	1.5	△10.0	2.21	2.27	1.66	1.52
	親会社単独	1.1	△ 2.4	8.8	2.5	2.7	△ 6.4	1.88	1.98	1.59	1.53
	連 単 比 率	1.12	1.13	1.31	1.29	1.17	1.12	—	—	—	—

(注) 連単比率は連結決算／親会社単独決算(実額ベース)。

の削減やモデルチェンジサイクルの長期化あるいは企業の枠を越えた部品や物流経路の共通化、共同研究等を梃子とする生産効率の向上に取り組む動きが徐々に広がりつつある(注18)。

以上みてきたように、当面の企業収益を取

巻く環境には引続きかなりの厳しさが予想され、そうした中で各企業では、収益力の回復・強化に向けてさまざまな対策を講じつつある。こうした企業の対応は、短期的には現下の調整局面に対応するものであり、また何らかのデフレ・インパクトを伴うものであ

(注18)

主要家電製品の機種数とモデルチェンジ周期の変化(通商産業省調べ)

	機 種 数	平均モデルチェンジ周期
テレビ(10社)	192 (△19)	14か月 (+1~2か月)
ビデオ(9社)	72 (△25)	12ヶ月 (+2~3ヶ月)
洗濯機(8社)	101 (△26)	18ヶ月 (—)
掃除機(8社)	79 (△24)	11ヶ月 (—)
ビデオカメラ(7社)	20 (△3) *	12ヶ月
ヘッドフォンステレオ(8社)	47 (△2) *	17ヶ月
冷蔵庫(8社)	138 (△9) *	17ヶ月
電子レンジ(8社)	63 (+4) *	17ヶ月

(注) 5年3月末予定、()内は前回4年3月調査比増減、ただし*は4年4月初比。

るが、中期的には、固定費比率の低下等を通じて企業収益の安定につながり、次の景気上

昇局面の基盤を固めるものである（注19）。

（調査統計局）

企業規模別主要財務指標
（全産業）の推移

（注19）この間、主要企業経営分析の対象となっていない中堅・中小企業の財務面の動きを大蔵省の「法人企業統計」に基づいてみると、50年代後半ないし60年代以降、規模別の格差が目立って拡大をみたが、足元3年度については、金融資産対金融負債比率、手元流動性比率の悪化幅は大企業と比べ同程度で、ここへきてさらに格差が拡大しているようにはうかがわれない。なお、中堅・中小企業の自己資本比率が3年度上昇をみているのは、利益準備金が高い伸びを示したことによるものであるが、この背景は、平成3年4月の商法改正により利益準備金の基準に従来の配当金のほか役員賞与が加えられた結果、同支出のウェイトが相対的に高い中堅・中小企業での伸びが高まったことが考えられる。

