

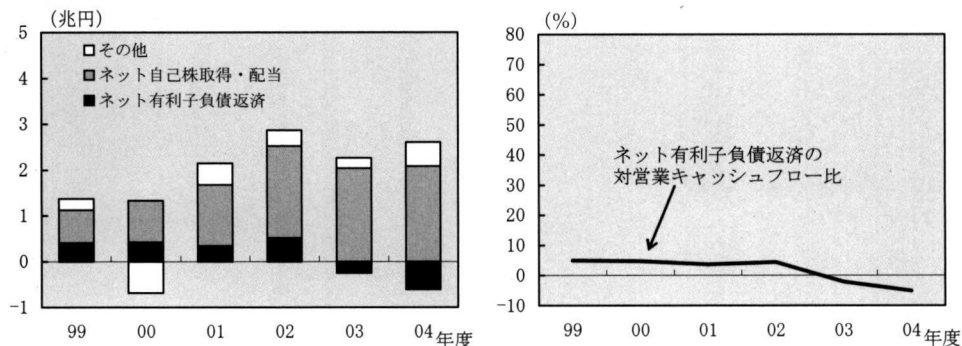
# < 訂 正 >

前号「日本銀行調査季報 秋（10月）」の43頁の図表37（3）の一部（棒グラフの内訳表示）に誤りがありましたので、お詫びして訂正致します。

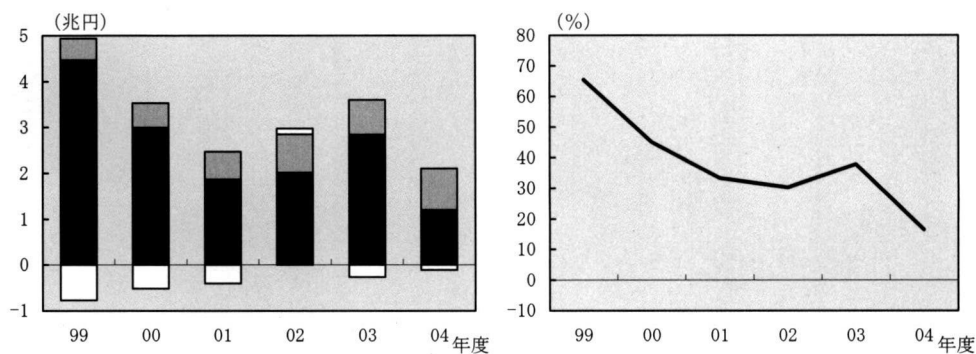
企業収益の改善とその日本経済への含意

（図表37） 格付け別にみた財務キャッシュフローの動き

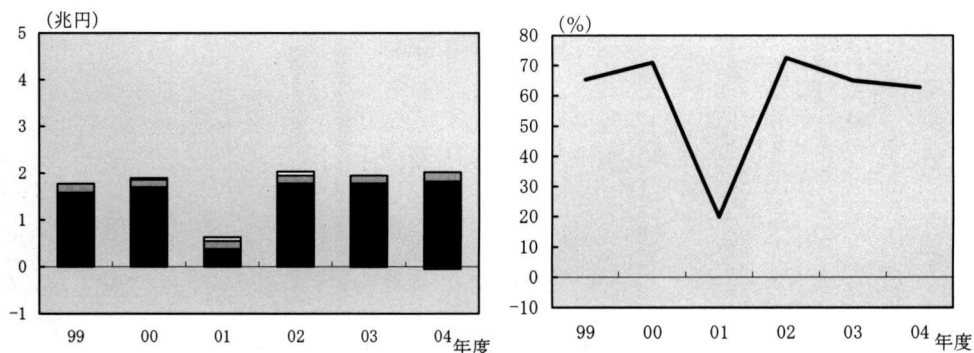
## （1） A A格以上（49 社）



## （2） A格（151 社）



## （3） BBB格（127 社）



（注）1999年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成しており、かつ2005年7月末時点でR&I格付けを有する東証1部上場の非金融事業法人（電力・ガス・ノンバンク除く）342社が対象。2004年度時点の格付けで分類。

（資料）日経 Financial QUEST

# 企業収益の改善とその日本経済への含意（注１）

2005 年 9 月 20 日  
調 査 統 計 局

## 目 次

- |  |   |
|--|---|
| <p>1. 今次景気回復局面における企業収益改善の特徴</p> <ul style="list-style-type: none"><li>（広範囲にわたる収益改善）</li><li>（固定費抑制の根強さ）</li><li>（緩やかな物価下落と並存した大幅増益）</li></ul> <p>2. 企業収益改善の背景</p> <ul style="list-style-type: none"><li>（１）本格的なリストラへの取り組み</li><li>（２）良好な世界経済環境<ul style="list-style-type: none"><li>（ＩＴ・自動車・素材の好調）</li><li>（国際分業の深化）</li><li>（交易条件の悪化をカバーした数量の増加）</li></ul></li><li>（３）構造調整圧力の後退に伴う内需の底堅さ<ul style="list-style-type: none"><li>（「三つの過剰」の後退）</li><li>（金融システムの安定化）</li><li>（建設・不動産分野の回復）</li></ul></li></ul> | <p>3. 日本経済への含意</p> <ul style="list-style-type: none"><li>（2005 年度の企業収益と日本経済）</li><li>（キャッシュフローにみられる企業行動の変化）</li><li>（より高い収益力とその持続性への期待）</li></ul> |
|--|---|

---

（注 1）本稿は、主に景気動向担当の以下のスタッフによって作成された。主たる分析：開発壮平（現ブラウン大学）、猪又祐輔、東将人。一部の分析：繁本知宏、有田帝馬（現国際局）、清水佳充（現ロンドン大学）、山田哲也、平澤徹、阪田雅行。図表作成：井川直子、小山優子。とりまとめ：門間一夫。

## ■ 要 旨 ■

---

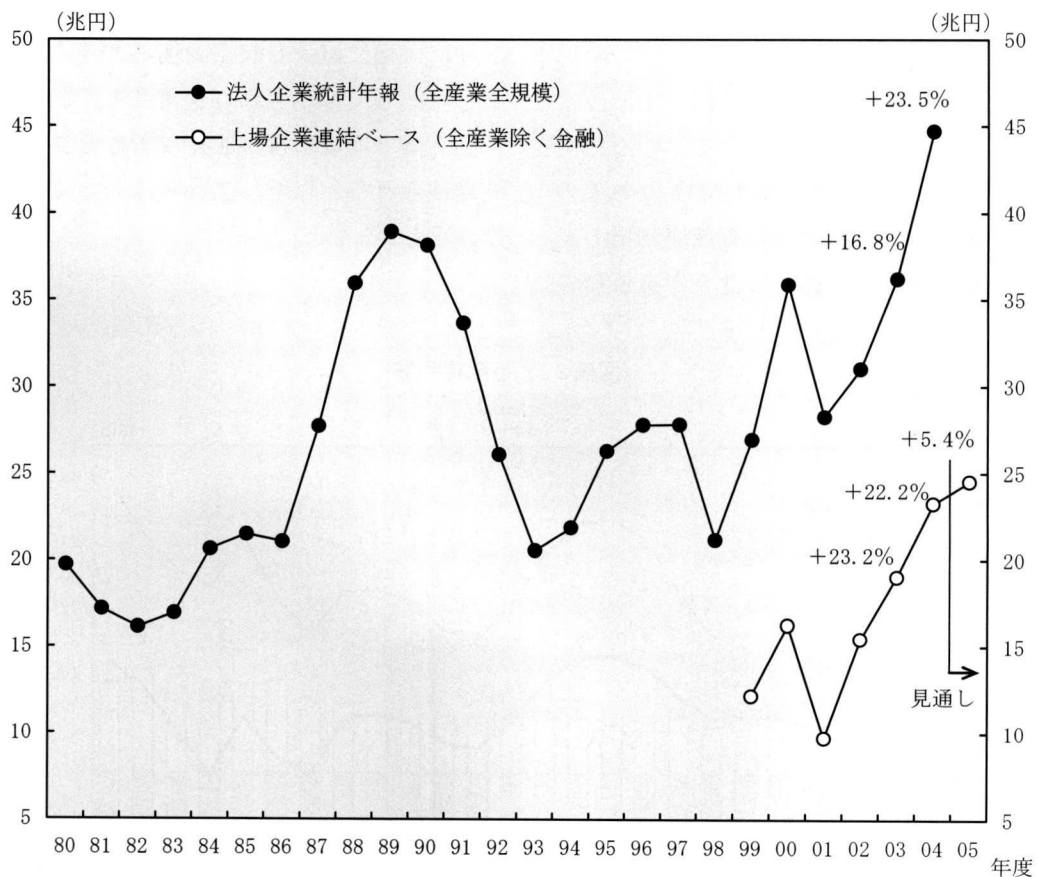
1. 景気が回復を続ける中、企業の収益は 2002 年度以降、大幅に増加している。今回の企業収益の改善には、①幅広い業種で収益が高水準になっていること、②固定費が大幅に削減され、その後も総じて抑制されていること、③緩やかな物価下落と増収増益が並存してきたこと、といった特徴がある。
  2. こうした特徴を持つ今回の増益の基本的な背景としては、①金融危機の経験や経営に対する市場規律の高まりから、企業が本腰を入れてリストラに取り組んだこと、②総じて良好な世界経済環境に恵まれたこと、③債務、設備、雇用に関する「三つの過剰」の後退などを背景に、内需の回復に広がりが見られるようになってきたこと、の 3 点が重要であったと考えられる。
  3. 2005 年度については、海外経済がやや減速することや、固定費もこれまでと同じようには抑制されにくくなるとみられることなどから、2004 年度までのような大幅な増益は難しいと予想される。しかし、既に高水準に達している企業収益が、当面の設備投資を支えていくとみられ、また雇用者所得への波及も徐々に明確になってきている。配当や自社株買いなど株主への資金還元も進み始めた。これらを背景に内需が底堅さを増し、それが再び企業収益を支えるという好循環は、少しずつにはあるが、しっかりしたものになってきている。
  4. しかし、少子高齢化や財政赤字問題など、日本経済が直面している問題の大きさを考えると、国民所得の源泉である企業の収益力や成長力が、なお一層強化されていくことが望まれる。収益機会も多いが競争も厳しいグローバル市場の動きに機動的に対応し、日本企業がその価値を一段と高めていくことができるかどうかは、日本経済の将来に重い意味を持つものと考えられる。
-

## 1. 今次景気回復局面における企業収益改善の特徴

景気が回復を続ける中、企業の収益はかつてない高水準に達している（図表1）。法人企業統計により企業の経常利益をみると、2002年度から3年連続で増加し、2004年度には、これまでのピークであったバブル期1989年度の水準を

上回った（注2）。さらに、上場企業について連結財務データでみると（注3）、2割以上の増益が続いており、2004年度の収益水準は、IT景気時の2000年度を5割程度も上回るに至った。個別企業の決算においても、2004年度は多くの企業が史上最高益を更新している。

（図表1） 経常利益



- （注） 1. グラフ中の数字は、前年比伸び率。  
 2. 法人企業統計年報については、金融業はもとも非対象。  
 3. 上場企業連結ベースの調査時点は2005年9月。上場・公開企業345社（製造業217社、非製造業128社）が対象。  
 （資料）財務省「法人企業統計年報」、野村證券

（注2）売上高経常利益率でみても、2004年度は3.15%と、これまでのピークであった1989年度の2.98%を上回った（法人企業統計ベース、全産業全規模）。

（注3）連続したデータが利用可能なのは1999年度からである。



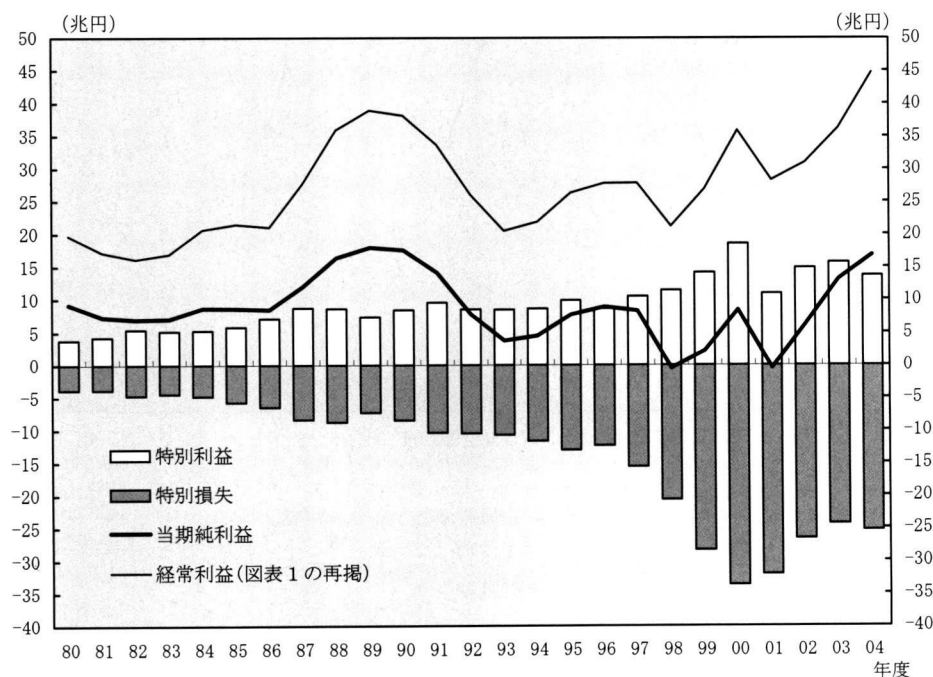
2005年度については、原油価格の上昇が収益の圧迫要因として作用し続ける中で、海外経済の成長ペースが幾分緩やかになることや、固定費もこれまでのようには抑制されにくくなることなどから、増益のテンポは鈍化すると予想されている。しかし、2004年度までの大幅な増益の後で、なお小幅とは言え増益になるという予想は、企業収益の好調持続を物語るものである。

当期純利益についても（図表2）、2001年度に企業部門全体でわずかながら赤字となった後、2002年度以降は、上述した経常利益の増加に加え、特別損失が総じて減少傾向をたどっていることから、大幅に回復している。いったん大きく膨らんだ特別損失が減少傾向にあるのは、リストラや企業再建に伴う資産売却損の表面化や、退職給付会計の導入に伴う年金債務の

認識などが、ピークアウトしてきたことによる。ただし、2005年度から強制適用される固定資産の減損処理を、前倒しで進めている企業が少なくないこともあって、2004年度は特別損失の減少が一服しており、その水準も1990年代半ばまでに比べて高止まっている。

以上が、今次景気回復局面における企業収益の概観であるが、その特徴として、①収益の回復が、素材産業や非製造業を含めた幅広い業種でみられていること、②固定費が、景気回復初期に大幅に減少し収益回復に大きく寄与した後も、総じて抑制されてきたこと、③緩やかな物価下落と増収増益が並存してきたこと、などが挙げられる。以下、これらについて順に述べていきたい。

（図表2） 当期純利益



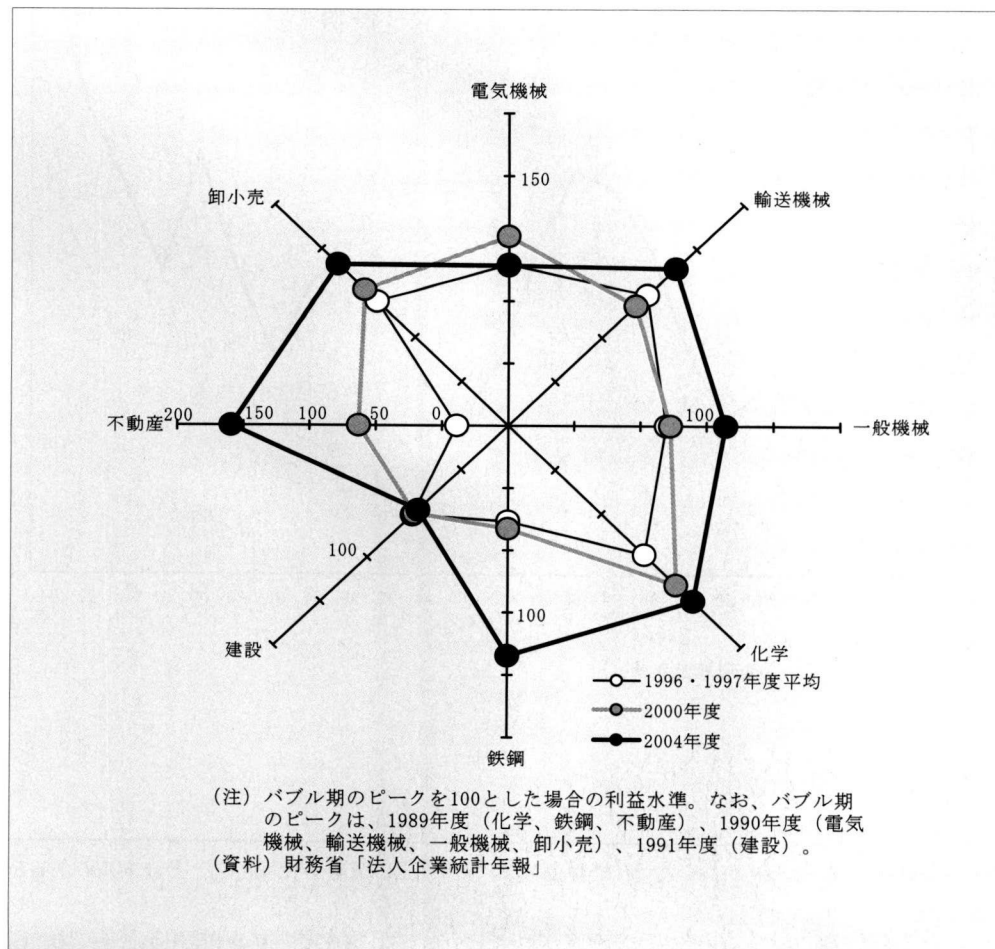
（注）全産業全規模ベース。  
（資料）財務省「法人企業統計年報」

（広範囲にわたる収益改善）

第一に、今回の企業収益の改善は、特定の分野の好業績に牽引されたものではなく、業種的な広がりが見られる点に特徴がある。2004年度の経常利益を、業種ごとに過去の水準と比較してみると（図表3）、輸送機械や一般機械などの加工業種、化学や鉄鋼などの素材業種、さらには不動産や卸小売などの非製造業、といった幅広い業種において、1980年代末から1990年代初頭にかけてのバブル期を上回る、史上最高の収益水準となっている。この間、電気機械の収

益は、デジタル家電市場の競争激化による値崩れや、それも一因となって生じた電子部品・デバイスの在庫調整などから、2004年度後半に伸び悩み、2004年度全体としても、IT景気と言われた2000年度のピークには達しなかった。しかしその電気機械においても、前々回ピーク並みの収益水準は確保された。このように、今回の企業収益の改善は、IT・非ITの別や、製造業・非製造業の別を問わず、広い範囲に及んでいるという特徴がある。

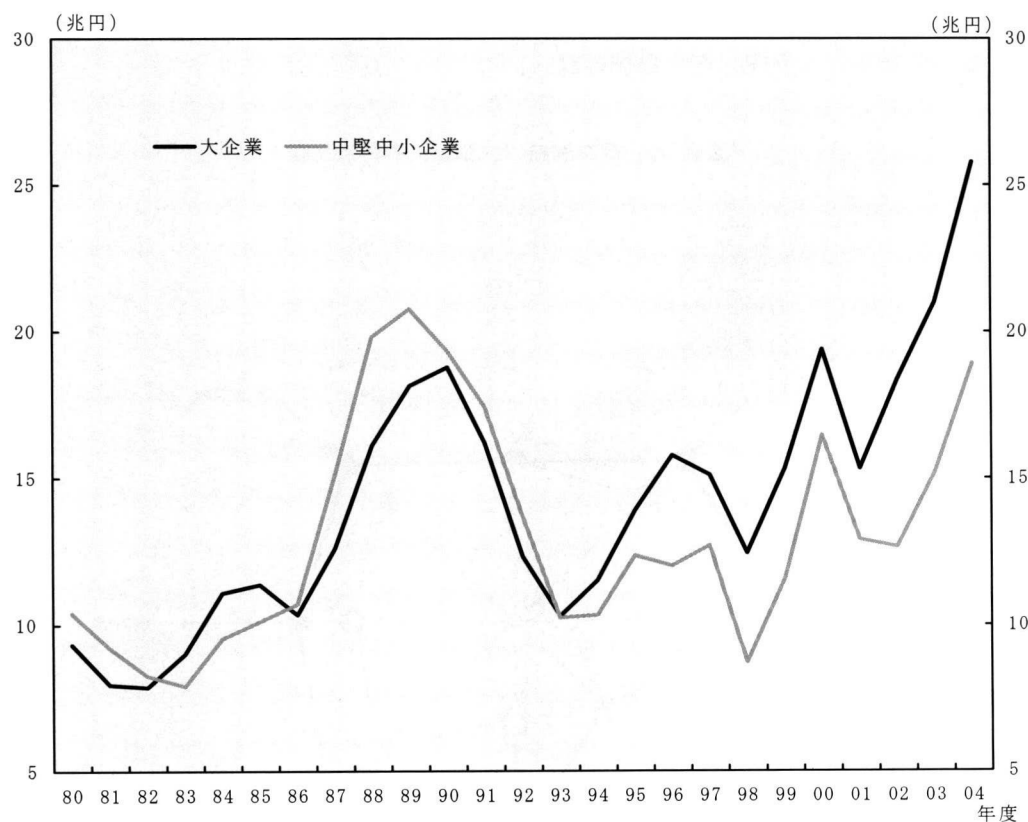
（図表3） 経常利益（大企業）の時点比較



以上は大企業の収益であるが、中堅中小企業についてみると（図表4）<sup>（注4）</sup>、さすがに大企業の好調さには幾分遅れをとっている。すなわち、大企業では、2004年度の経常利益がバブル期を4割近く上回る水準に達したのに対し、中堅中小企業ではバブル期のピークをなお下回っ

ており、今回増加し始めてからの増加幅も大企業よりは小さい<sup>（注5）</sup>。しかし、その中堅中小企業の収益も、前回のピークである2000年度は既にはっきりと上回っている。このように企業規模別にみても、収益改善の動きには相応の広がりが見られる。

（図表4） 企業規模別の経常利益



（注）全産業ベース。  
（資料）財務省「法人企業統計年報」

（注4）法人企業統計を用いた分析においては、資本金が10億円以上の企業を「大企業」、それ未満の企業を「中堅中小企業」と呼ぶ。

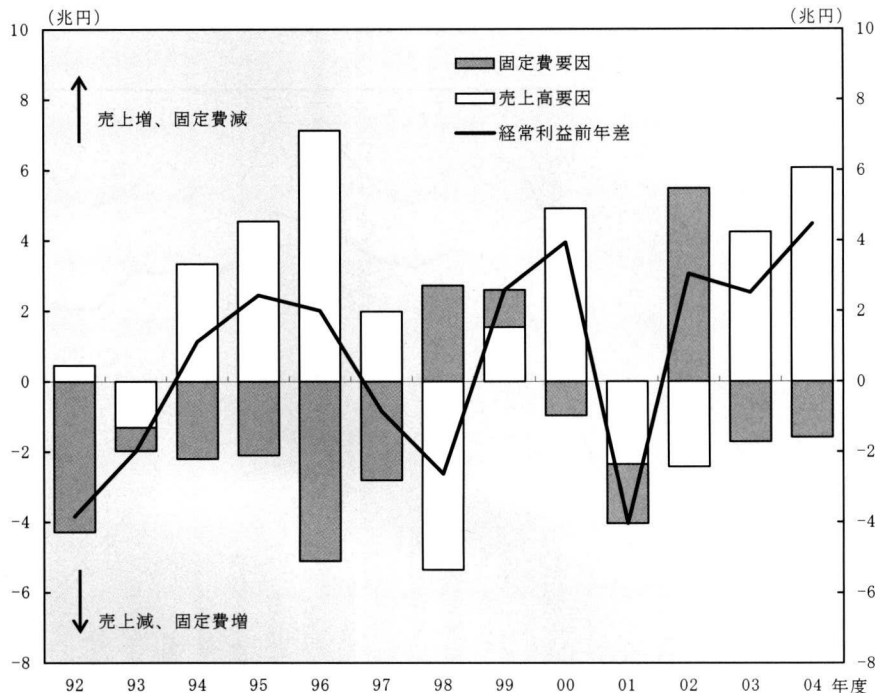
（注5）今回の景気回復局面で大企業の収益改善がとりわけ顕著なのは、大企業の方が中堅中小企業に比べ、後述する中国の経済成長や素材価格の上昇など、良好な世界経済環境の恩恵を受けやすかったため、という面があるだろう。

(固定費抑制の根強さ)

第二の特徴は、収益回復初期の固定費削減が大幅であったほか、その後も固定費が総じて抑制され続けてきたことである。経常利益の前年度差を、固定費要因と売上高要因に分解してみると(図表5)<sup>(注6)</sup>、今回の増益が始まった2002年度は、固定費要因、すなわち固定費の減少が、

過去にみられなかったほど大きく増益に寄与していたことがわかる。さらにその後、景気の回復が続き売上高がはっきりと増加する局面に至っても、固定費の増加は小幅なものにとどまっており、企業による固定費の抑制姿勢が根強く続いたことを示す動きとなっている。

(図表5) 経常利益前年差の要因分解(大企業)



(注) 電気・ガス業を除いたベース。  
 $\Delta \text{経常利益} = \Delta \text{売上高} - \Delta \text{変動費} - \Delta \text{固定費}$   
「売上高要因」「固定費要因」

ここで、固定費＝(人件費＋減価償却費＋純営業外費用＋販管費×0.7)とし、残差を変動費とした。販管費に0.7を乗じた理由は次のとおりである。すなわち、法人企業統計の人件費および減価償却費は、販管費や売上原価の中に含まれているそれらを抜き出して別掲したものであるので、販管費をそのまま全て足すと、その中に含まれている人件費と減価償却費の分を二重計上することになってしまう。そこで、より詳しい費用内訳が利用可能な上場企業の財務データをチェックしたところ、販管費に占める人件費と減価償却費の割合は約3割で比較的稳定していたため、法人企業統計でもその関係が当てはまるものと仮定した。

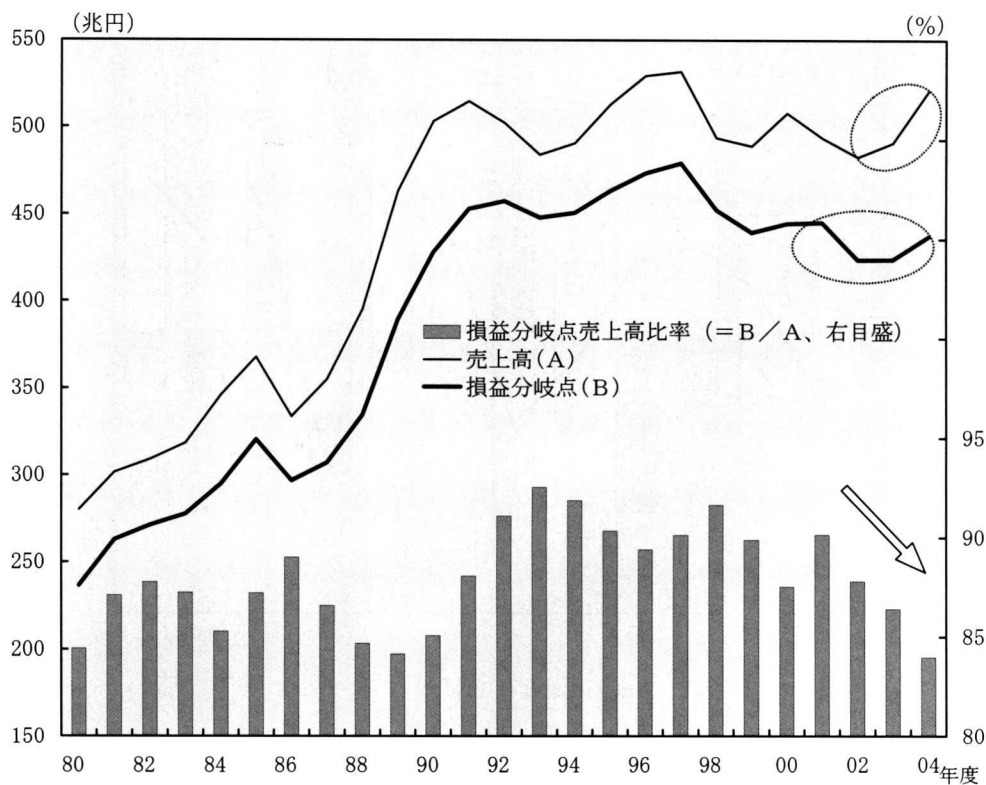
(資料) 財務省「法人企業統計年報」

(注6) 「固定費要因」がプラス方向に表れている場合は、「固定費」が減少していることを意味する。また、「売上高要因」がプラス方向に表れている場合は、「売上高－変動費」が増加していることを意味する。なお、固定費と変動費を厳密に区別することは難しいが、本稿では、人件費、減価償却費、販管費、純営業外費用を固定費とし、それ以外の費用(原材料費など)を変動費とした。

こうした固定費の抑制を主たる背景として、損益分岐点は2002年度に低下し、その後の上昇は限定的であった(図表6) (注7)。2003年度以降、とくに2004年度のように売上高の増加が明確になってくると、販管費等ここでは固定費に分類されている各種の費用が嵩みがちとなるものであるが、実際には固定費の増加ひいては損

益分岐点の上昇が最小限に抑えられた結果、売上高の増加がほとんどそのまま収益増加に直結した。その結果、損益分岐点売上高比率をみると、2001年度まで高止まっていたが、その後わずか3年で、概ねバブル期の最低水準まで急低下した。

(図表6) 大企業の損益分岐点



(注) 電気・ガス業を除いたベース。  
 損益分岐点＝固定費／限界利益率  
 限界利益率＝1－変動費比率＝1－(売上高－固定費－経常利益)／売上高  
 なお、固定費の定義は図表5の脚注を参照。  
 (資料) 財務省「法人企業統計年報」

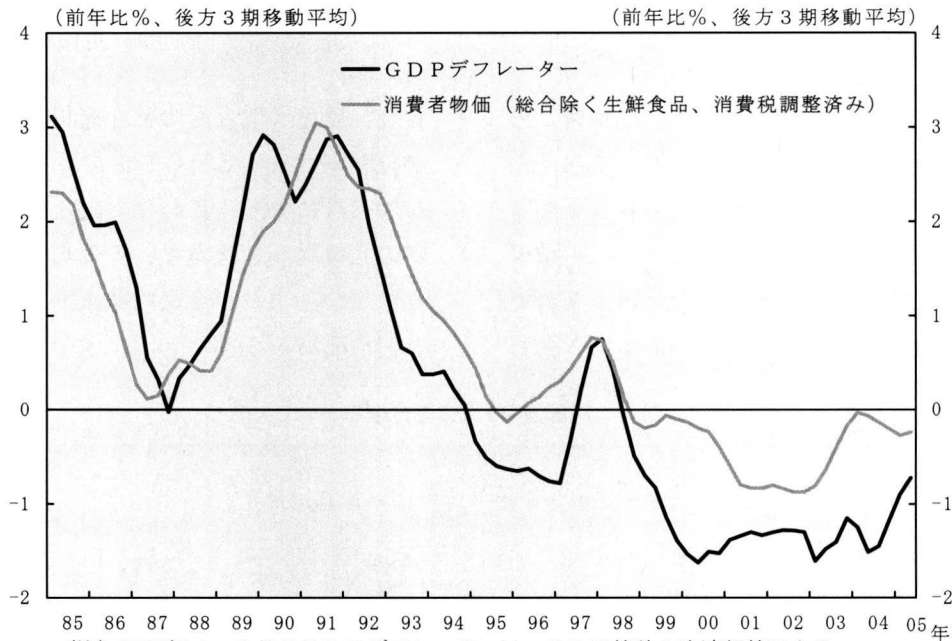
(注7) 損益分岐点とは、それよりも実際の売上高が多ければ利益が出る売上高水準のことである。したがって、損益分岐点を引き下げれば、仮に売上高が増えなくても収益は増加することとなり、実際、2002年度の「減収増益」はそのように実現された。なお、損益分岐点＝固定費／限界利益率(ただし、限界利益率＝1－変動費／売上高)であるので、損益分岐点を低下させるためには、固定費の削減または限界利益率の引き上げが必要である。

(緩やかな物価下落と並存した大幅増益)

今回の収益改善に関する第三の特徴は、消費者物価やGDPデフレーターが、そのテンポを徐々に緩めつつも下落を続けたにもかかわらず(図表7)<sup>(注8)</sup>、企業収益は大幅に増加し、史上最高の水準に達したという点である。もとより、これまでみてきた企業収益には、零細企業や個人企業の分が含まれておらず、そのことには一定の注意が必要である。実際、企業収益を

最も広く捉えたGDP統計の「営業余剰・混合所得」をみると<sup>(注9)</sup>、法人企業統計ベースや上場企業連結ベースに比べて増益のテンポは緩やかなものにとどまっている(図表8の棒グラフ)<sup>(注10)</sup>。しかし、その営業余剰・混合所得も、2002年度に下げ止まった後、2003年度は1割近く増加している。すなわち、GDP統計という体系の中でみても、企業収益の増加と物価の下落が同時に生じている。

(図表7) 物価上昇率



(注) 2005年4～6月のGDPデフレーターは、GDP統計1次速報値による。

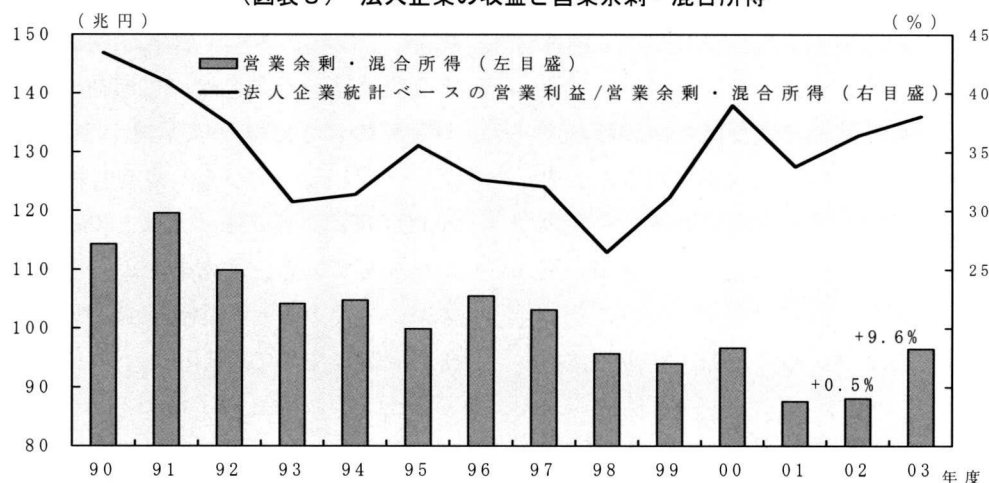
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」

(注8) 消費者物価の下落率がこのところゼロ近傍にまで縮小している一方、GDPデフレーターの下落率は比較的緩やかな縮小にとどまっている。これには、原油価格の上昇が少なからず影響している。すなわち、原油価格の上昇は、消費者物価には上昇要因となる一方、GDP統計では、交易条件の悪化という観点から、GDPデフレーターの下落要因として捉えられる、という違いがある。

(注9) 「混合所得」とは個人企業の営業活動から生まれる利益のことである。なお、営業余剰や混合所得など分配面の詳しい情報は、四半期ごとのGDP速報の段階では公表されず、年度計数の確報まで待たなければならない。以下の分析で、営業余剰・混合所得やユニットプロフィット(後述)が2003年度分までしか示されていないのは、本稿執筆時点で2004年度のGDP確報が未公表であるためである(公表予定は2005年12月頃)。

(注10) これは、基本的には、ある程度の規模を持つ法人企業の方が、零細企業や個人企業に比べて、循環変動の大きい経済活動を行う傾向があるためではないかと考えられる。実際、景気回復期には、「営業余剰・混合所得」全体に占める法人企業収益のウェイトが高まる傾向がある(図表8の折れ線グラフ)。

(図表8) 法人企業の収益と営業余剰・混合所得



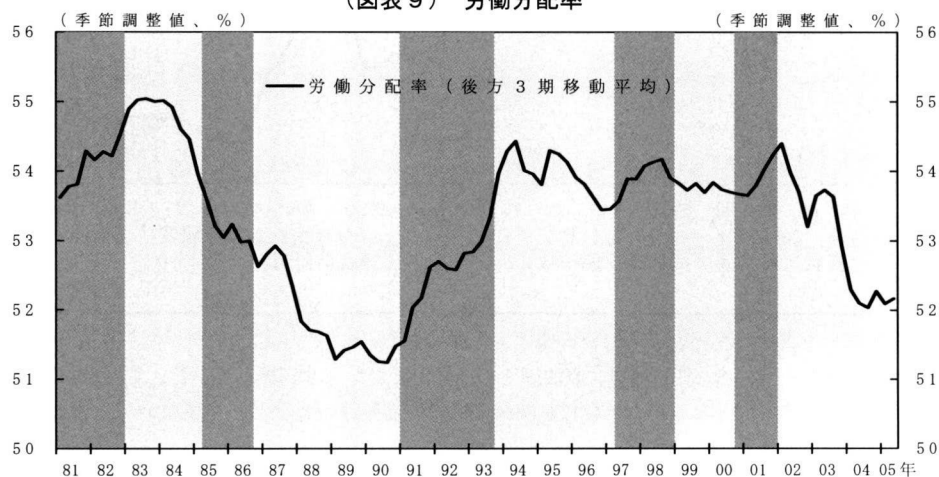
(注) グラフ中の数字は前年比伸び率。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計年報」

その第一の理由は、前述のように固定費、とりわけ人件費が抑制されてきたことである。一般に、物価が下落する局面では、名目賃金の下方硬直性などから人件費が高止まり、その結果として企業収益が圧迫されやすいと考えられている。しかし、今回の景気回復局面では、名目

賃金、雇用者数ともに強く抑制されたため、労働分配率——名目GDPのうち雇用者報酬として家計に分配された分の割合——が過去2回の回復局面とは異なって大幅に低下し(図表9)(注11)、これが企業収益にはプラスに働いたという面がある。

(図表9) 労働分配率



(注) 1. 労働分配率は、雇用者報酬/名目GDPで算出。

2. 2005年4～6月の計数は、GDP統計1次速報値による。

3. 図中のシャドーは景気後退局面を表す。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

(注11) こうした人件費の抑制を実現するため、企業は成果主義の導入や非正規雇用の活用など様々な努力を行ってきた。この点に関して詳しくは、「雇用・所得情勢にみる日本経済の現状」(調査統計局、『日本銀行調査季報』2005年冬(1月)号および日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/ronbun/04/ron0412a.htm>>に掲載。)を参照。

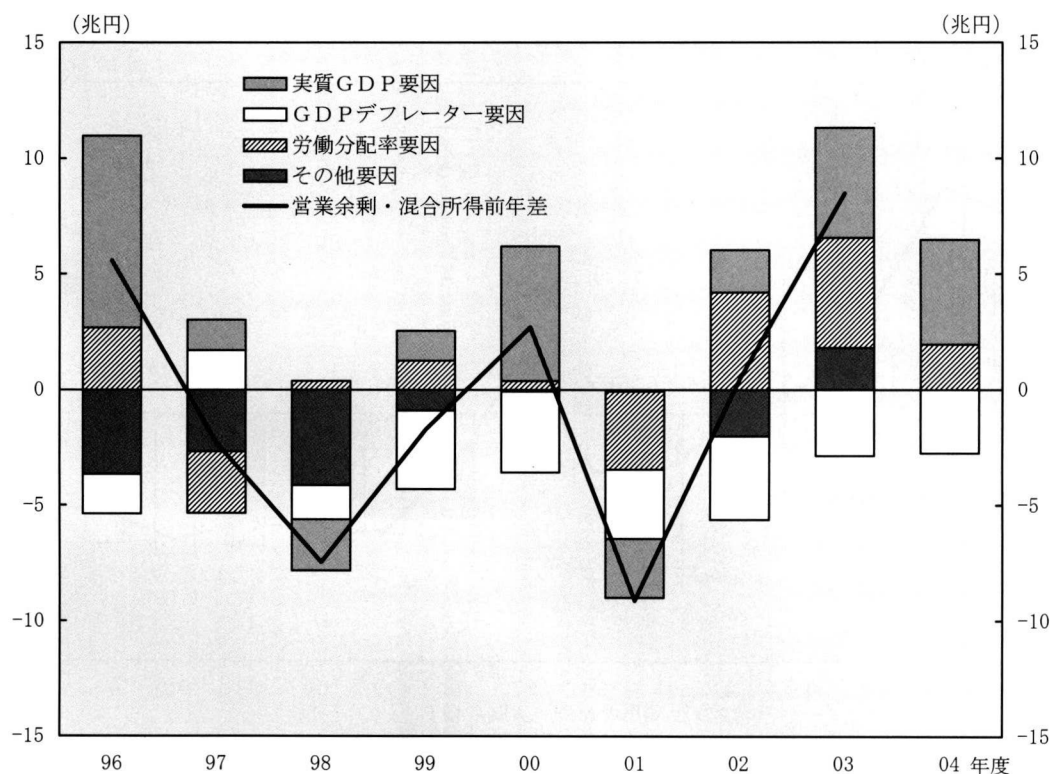


第二に、経済全体で生み出される実質付加価値が拡大し、とくに 2003 年度以降は物価下落の影響を上回った——言い換えれば名目 GDP が増加に転じた——という点も重要である。

以上二つの点をまとめてみるため、営業余剰・混合所得を、①実質 GDP、②労働分配率、③ GDP デフレーターで要因分解すると（図

表 10）、GDP デフレーターが一貫して企業収益を減少させる方向に働き続けてきた一方で、とくに 2002 年度と 2003 年度は労働分配率の大幅な低下が、それに加えて 2003 年度以降は実質 GDP のはっきりした増加が、それぞれ増益要因として働いたことが確認できる。

（図表 10） 営業余剰・混合所得前年差の要因分解



（注）上記要因分解の手法の概説

1. 営業余剰・混合所得は以下の式で表すことができる。

$$\pi = A \times B \times C - D$$

（ $\pi$ ：営業余剰・混合所得、A：実質GDP、B：GDPデフレーター、C：1－労働分配率、D：その他）

2. 上式を全微分することによって、営業余剰・混合所得前年差を各変数の前年差の寄与に分解する。

3. 「その他」は減価償却費や間接税などの変化によるものであり、上記A、B、Cの変動以外の寄与に該当。実際には、上記要因を除いた残差として算出した。

4. 2004年度については、A、B、Cは判明しているが、 $\pi$ とDは未公表であるため、グラフには記載していない。

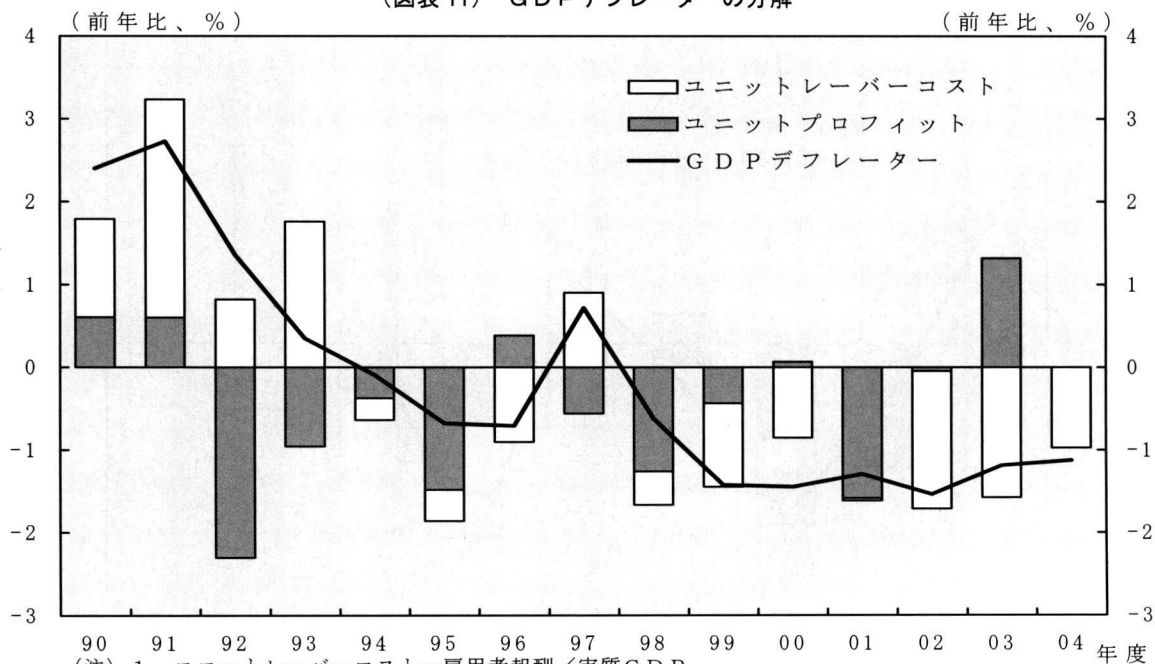
（資料）内閣府「国民経済計算」



このように、人件費の抑制と実質付加価値の増大が同時に起こったという事実は、ユニットレーバークストの大幅な低下として捉え直すことができる。まず、雇用者数が抑制される中で実質GDPが増加してきたことは、労働生産性の上昇を意味する。一方で、名目賃金はごく最近に至るまで低下を続けてきたため、労働生産性対比の賃金コストであるユニットレーバークストは、大幅に低下したことになる。実際、GDPデフレーターの変動に対するユニットプ

ロフィットとユニットレーバークストの寄与度をみると（図表 11）<sup>（注 12）</sup>、2002 年度以降 3 年連続でユニットレーバークストが低下し、かつそれが GDP デフレーター低下分のほぼすべてを吸収していることがわかる。このように、企業の根強い固定費抑制姿勢のもとでのユニットレーバークストの大幅な低下が、収益の増加と緩やかな物価下落がともに続いてきた背景の一つであった、と考えることができる。

（図表 11） GDP デフレーターの分解



- （注） 1. ユニットレーバークスト＝雇用者報酬／実質 GDP  
 2. ユニットプロフィット＝営業余剰・混合所得／実質 GDP  
 なお、折れ線グラフと棒グラフの積み上げが一致しないのは、固定資本減耗、生産・輸入に課される税、補助金、統計上の不突合が存在するためである。  
 3. 2004 年度については、雇用者報酬には速報値が出ているが、営業余剰・混合所得はまだ出ていない。したがってユニットプロフィットの寄与度はちょうど 0 ではなく、現時点では不明である。

（資料）内閣府「国民経済計算」

（注 12） GDP デフレーター（＝名目 GDP／実質 GDP）は、経済全体で生み出された実質付加価値 1 単位当たりの名目所得にほかならず、それが企業に分配された分がユニットプロフィット、雇用者に分配された分がユニットレーバークストである。具体的には、ユニットプロフィットは、営業余剰・混合所得を実質 GDP で割ったもの、ユニットレーバークストは雇用者報酬を実質 GDP で割ったもの、として計算した。ただし、名目 GDP には、上記の営業余剰・混合所得、雇用者報酬だけでなく減価償却や間接税なども含まれるうえ、統計上の不突合も存在するため、ユニットプロフィットとユニットレーバークストの寄与度を合わせても、GDP デフレーターに一致しない。

## 2. 企業収益改善の背景

以上のような特徴を踏まえつつ、今回の収益改善の基本的な背景を整理すると、①回復初期を中心に企業が本腰を入れてリストラに取り組んだこと、②総じて良好な世界経済環境に恵まれたこと、③「三つの過剰」の後退などを背景に内需の回復に広がりが見られたこと、の3つが重要であったと考えられる。以下、これらについて順に述べる。

### (1) 本格的なリストラへの取り組み

多くの日本企業は、1990年代末から2000年代初頭にかけて、収益力の回復と財務体質の改善を目指し、リストラを本格化させた。一企業の枠内では解消しにくい過剰設備や過剰債務への対応としては、業界の再編・統合も進んだ。この時期にリストラが本格化した背景としては、①1997～1998年の金融危機をきっかけに財務体質の強化が至上命題と認識されるようになったこと、②会計制度などの国際標準化が進められ、外国人投資家のウェイトも高まる中で、財務状況や収益力に対する資本市場の規律が強まったこと、③金融機関による不良債権処理が加速したために、過剰債務企業は否応なくリストラや再建策に取り組まざるをえなかったこと、など

が重要であったと考えられる。

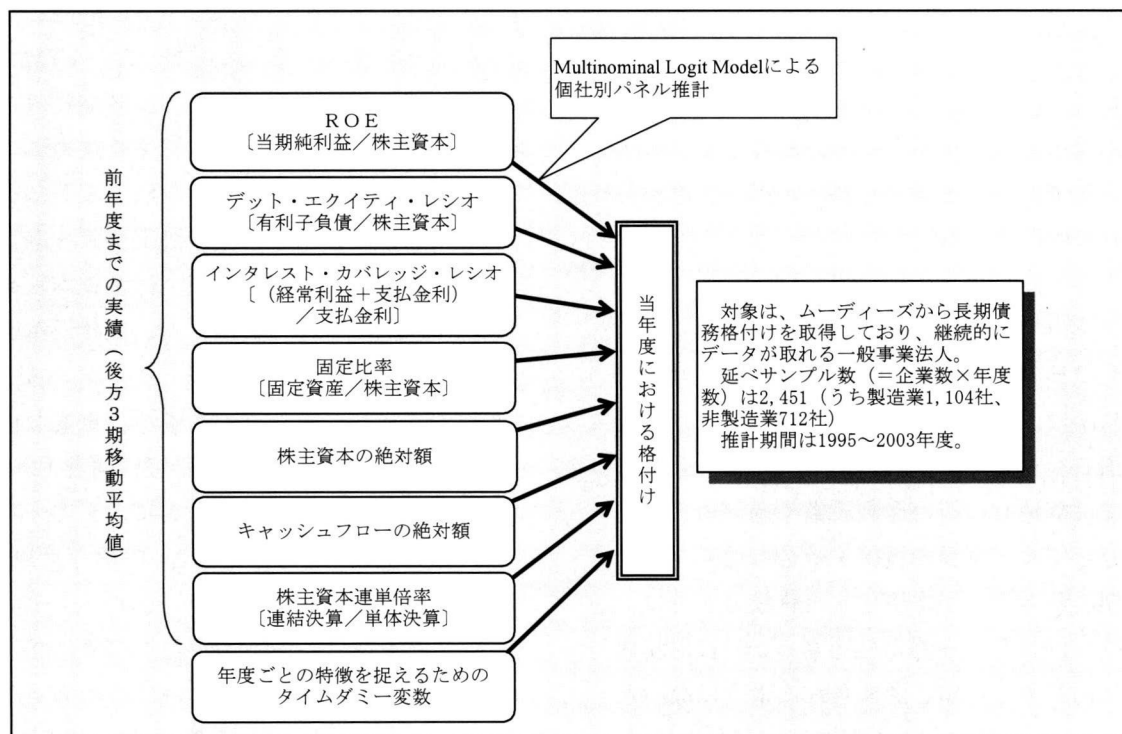
1997～1998年の金融危機は、メインバンクによる長期安定的な資金供給を前提とした従来の企業再生システムが、もはや十分に機能しなくなったことを意味するものであった。このため、資本市場では社債のデフォルトリスクに対する意識が強まり、企業の財務体質や収益力に対して従来よりも厳しい目が向けられるようになった。ちなみに、社債格付けの決定要因を関数で推計してみると、収益性を表す株主資本利益率（ROE=Return on Equity）や、債務返済能力と関連の深い有利子負債比率、インタレスト・カバレッジ・レシオなどの指標が、重要な役割を果たしていることが確認できる（図表12（1）（2））<sup>（注13）</sup>。そのうえで、タイムダミー変数にかかるパラメーターをみると、1998年度以降、大幅に低下しており（図表12（3））、その頃を境に、バランスシートや収益力の悪化だけでは説明しきれないような、格付けへの低下圧力がかかるようになった可能性を示唆している<sup>（注14）</sup>。そうしたもとで、企業は、資本市場から高い評価を確保し、資金調達の実効性を高めるために、収益力や財務体質の改善を従来以上に強く意識せざるをえなくなった、と考えられる。

（注13）この推計に関するより詳しい解説は、「日本企業の本格回復はなるか ― 格付け予測関数による財務改善度の評価 ―」（『日本銀行調査統計局経済点描』開発壮平、2004年2月）にある。

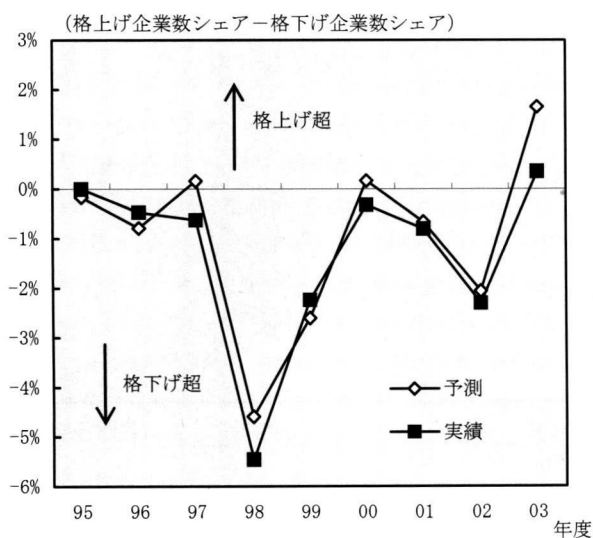
（注14）これは、社債の格付けにおいて、「メインバンクによる救済がデフォルトリスクを小さくする」という要因が考慮されにくくなったと理解することができる。同じことを企業の立場からみれば、メインバンクへの信頼の低下によって、望ましい負債／資本比率が低下したと考えることもできよう。これらの変化が、企業によるその後の有利子負債削減の動きを促したものと考えられる。

(図表 12) 社債格付けの決定要因

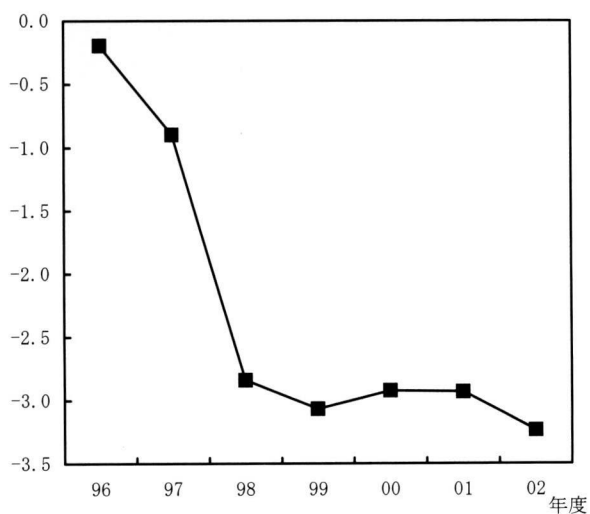
(1) 格付け予想関数の推計



(2) 関数の当てはまり



(3) タイムダミーのパラメーター



(注) パラメーターの絶対値に定量的な意味付けを与えることは難しいが、定性的には負値が大きいほど格付けは低くなる。

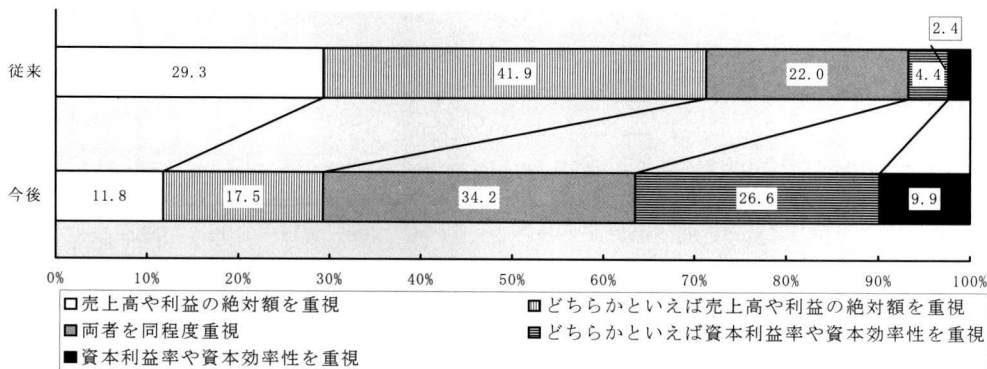
(資料) 日経 Financial QUEST、ムーディーズ

金融危機に端を発した資金調達環境の変化に加えて、2000 年前後からは、連結決算中心主義への移行、資産の時価評価範囲の拡大、四半期収益開示の広がり、減損会計の導入など、「会計ビッグバン」と言われる一連の会計制度改革が順次進められ、企業の収益力やバランスシートが、より透明な形で市場の目にさらされることになった。また、金融機関が大量の株式を保有するリスクに耐え切れなくなったこともあって、株式の持ち合い解消が進み、代わりに外国人投資家のプレゼンスが増大した。このように、資本市場と企業の間を巡る構造的な変化が進行する中で、今回の景気回復は始まっ

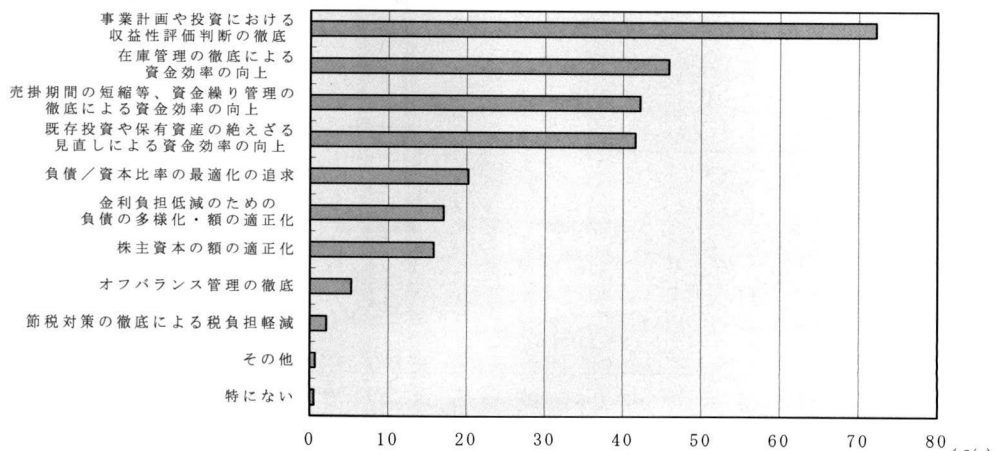
た。ちなみに、景気がちょうど「谷」付近にあった 2002 年 1 月に、経営者の意識について内閣府が実施したアンケート調査がある。それによると、経営者の重点目標が、売上高や利益の絶対額から資本利益率や資本の効率性へと、当時変わりつつあった様子がかなり明確に表れている（図表 13（1））。また、そうした資本効率の向上を実現していくために、事業計画や設備投資における収益性評価の徹底や、在庫管理の強化など、利益を生まない資産を圧縮する財務戦略が、はっきり意識されていたことがわかる（図表 13（2））。

（図表 13） 資本効率に関する経営者の意識（2002 年 1 月時点）

（1） 規模か効率か



（2） 資本利益率、資本効率向上のために重要と考える財務戦略



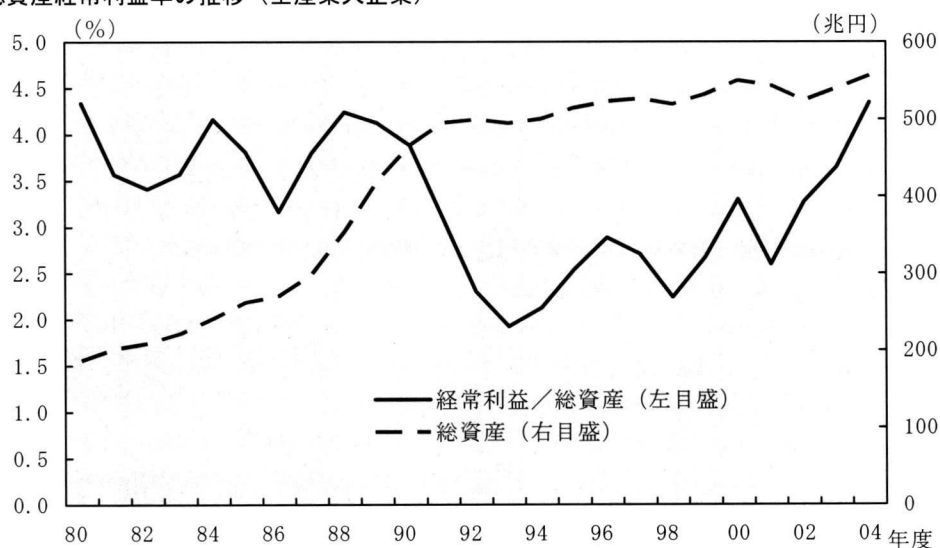
（資料）内閣府「平成13年度 企業行動に関するアンケート調査」

実際、資産の効率性を表す代表的な指標として、経常利益の総資産に対する比率で求めたROA（Return on Asset）をみると（図表14）、今回の増益局面におけるROAの上昇幅は、バブル期を含む過去3回の増益局面のいずれをもかなり上回っている。確かに、過去2回の増益

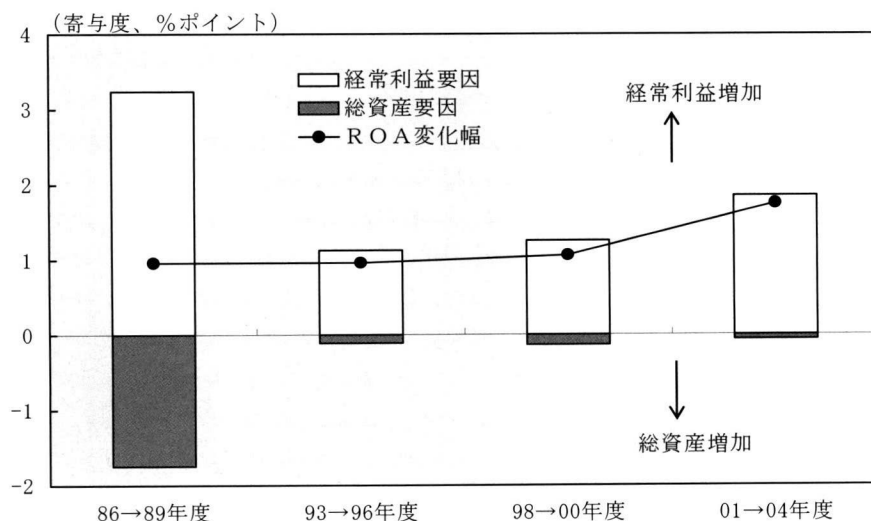
局面でも総資産の増加はかなり抑えられていたが、今回、大幅な増益を伴う形で総資産が抑制されている点は注目される。事業の選択と集中が、従来よりも徹底して進められた可能性が高い。

（図表14） 総資産経常利益率（ROA）

（1） 総資産経常利益率の推移（全産業大企業）



（2） 増益局面の比較



（注）電気・ガス業を除いたベース。  
（資料）財務省「法人企業統計年報」

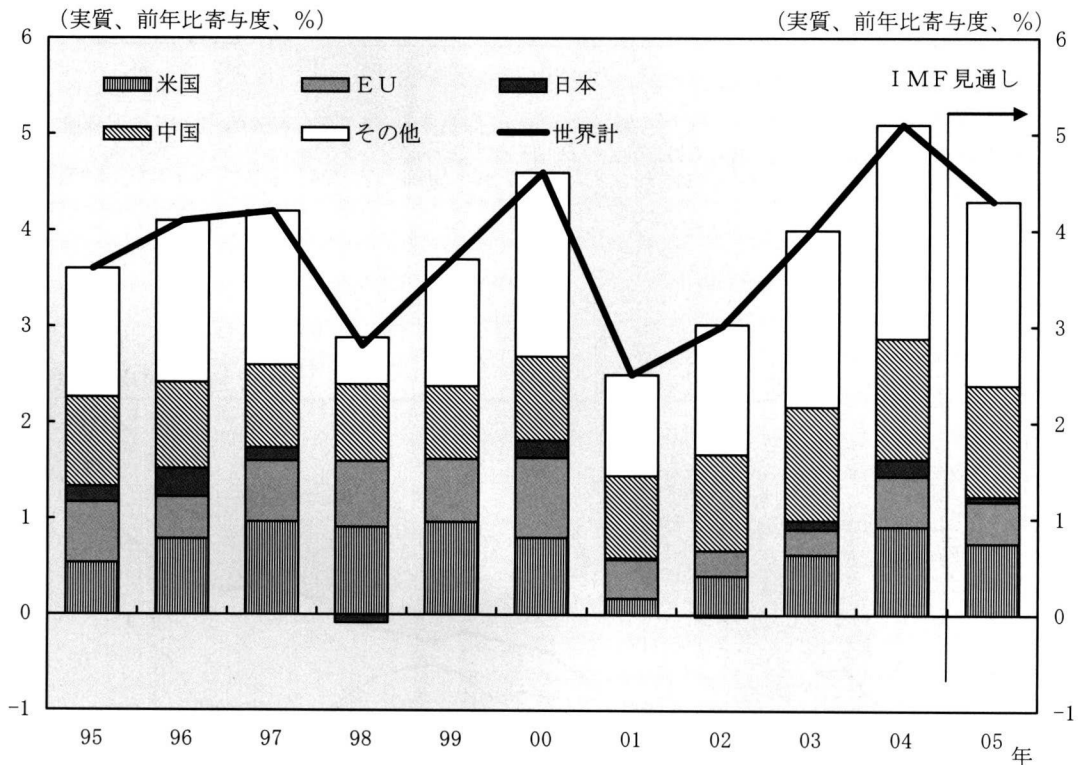
(2) 良好な世界経済環境

(IT・自動車・素材の好調)

企業がリストラを本格化させ、その成果が次第に顕在化してきたタイミングで、折しも世界経済の成長率が2003年、2004年と加速した(図表15)。この間、日本の製造業は、自動車を中心に、2000年前後から海外拠点の展開を一段と強化しており、連結決算の所在地別情報をみると、海外売上高の売上高全体に占めるウェイト

が上昇している(図表16(1))。また、海外現地法人が挙げた収益は、配当や工業権使用料などの形で、国内親企業の収益押し上げにも寄与するようになってきている(図表16(2))。このようにグローバル化が進んできた日本企業にとって、2003年、2004年と伸びを高めた世界経済の成長は、IT、自動車、素材いずれの分野にも絶好の追い風となった。

(図表15) 世界経済の成長率

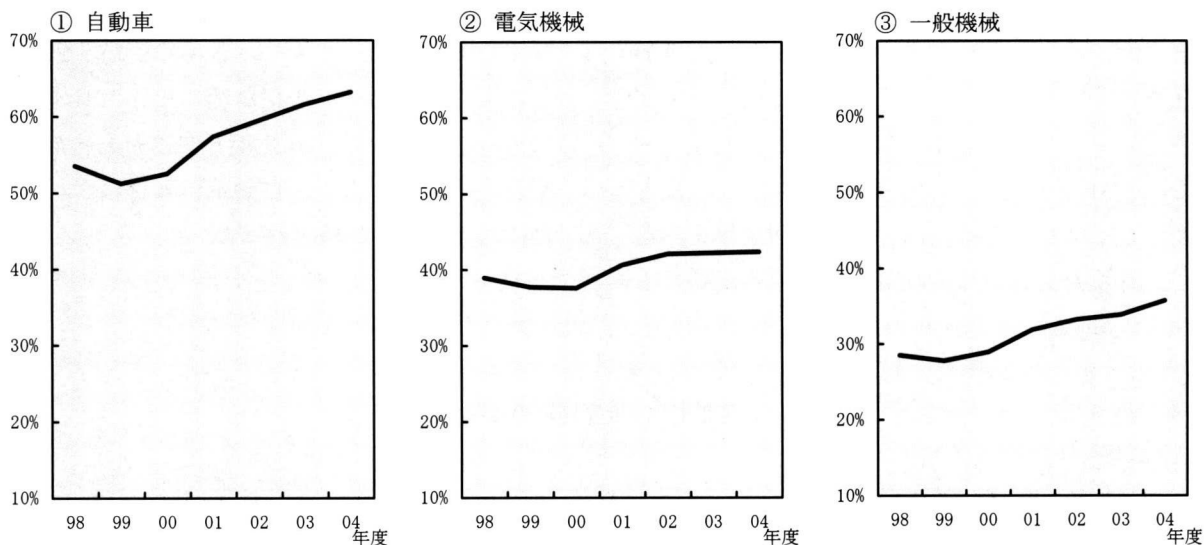


(注) 寄与度は、購買力平価に基づくGDPウェイトを用いて算出されている。

(資料) IMF「World Economic Outlook」

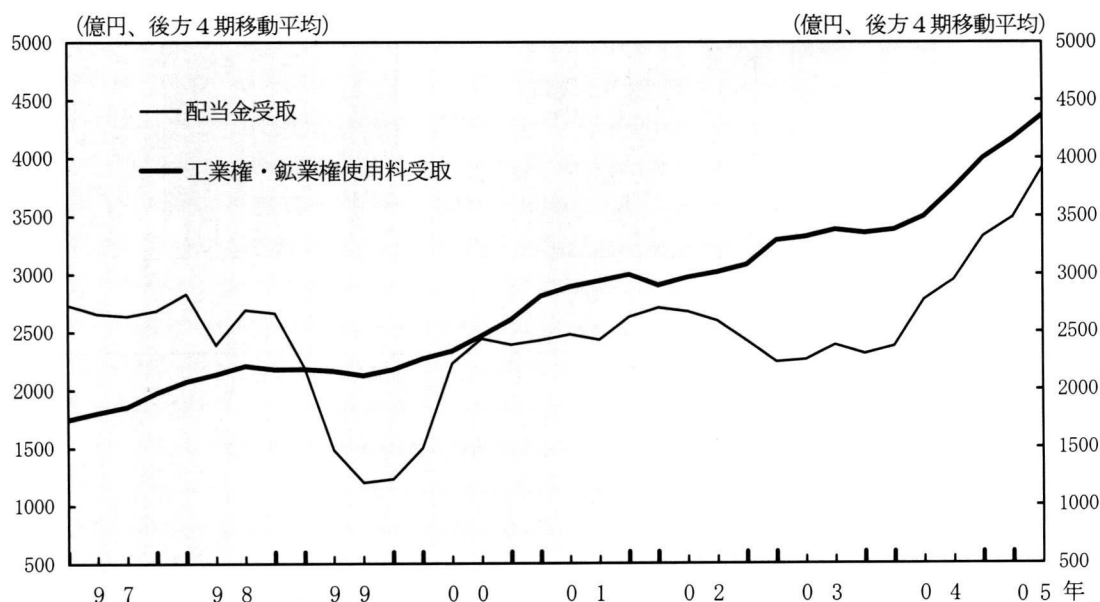
(図表 16) 海外現地法人の売上

(1) 連結売上高に占める海外売上高の比率



(注) 1. 自動車は完成車メーカー8社ベース。電気機械、一般機械は日経業種分類ベース（電気機器116社、一般機械71社）。所在地別セグメント情報の開示が始まった1998年度から2004年度まで、当該データを開示している企業が対象。  
2. 海外売上高比率は、対象企業の所在地別セグメント情報における海外の売上高を、全セグメントの売上高で除したもの。

(2) 国内親会社への収益還元



(資料) 日経 Financial QUEST、日本銀行「国際収支統計」

## ① I T

I T関連分野では、この分野が持つ固有のサイクルもあって、2004 年前半まで世界的に需要が拡大した。具体的には、パソコンや携帯電話の需要が、新興諸国での市場拡大や、先進国における高機能機種への買い替えなどを背景に、増加した。また、薄型テレビ、DVDレコーダー、デジタルカメラなどいわゆるデジタル家電の市場が、世界的に成長局面に入った。こうした I T関連需要の拡大は、デジタル家電やそれらの部材、高付加価値の電子部品などに比較優位を持ち、かつリストラでコストの低下した日本の I T関連企業に、収益の V 字回復をもたらした。2004 年の後半からは、デジタル家電市場の成長に供給力が追いついてきたこともあって、在庫調整やそれに伴う価格の大幅下落が起こり、経営戦略の違いによる個社間の業績格差を伴いつつ、I T関連企業の収益は全体として頭打ちとなった。しかしそれでも、2004 年度における電気機械の経常利益は、I T景気と言われた 2000 年度にさほど遜色のない水準となった（前掲図表 3）。

## ② 自動車

自動車は国内市場が成熟段階に達しているが、拡大する海外市場のニーズをうまく捉えた企業を中心に業績を伸ばした。前述した製造業の海外売上高比率をみても（前掲図表 16（1））、とくに自動車業界で海外戦略の強化が目立っており、ここ 2～3 年、順調に海外売上を伸ばしている。それが可能であった背景には、世界最大の市場である米国経済の着実な拡大や、新興諸国における自動車需要の成長など、良好な世界経済環境が存在した。また、日本の自動車メーカーは、徹底したコスト削減や品質改良等で競争力を高め、とりわけ米国でシェアを拡大した。日本の自動車がここへ来て再び国際競争力を強めてきたことには、いったん経営難に陥った主要メーカーの再生もあって、日本企業同士で競争力を高め合い、部品や素材の供給企業も含めて足腰が一段と強化されたという背景があったと考えられる。さらに最近では、ガソリン価格が大幅に上昇するもとの、燃料効率や環境対応技術の製品化における日本車の優位性が、高い競争力につながっているという面もある。



### ③ 素材

素材産業の収益力が急回復した背景として、まず、過去数年間に各業界での再編が進み（図表 17）<sup>（注 15）</sup>、その過程で老朽・過剰設備が削減されて価格交渉力の回復につながったという点がある。このように供給サイドが変化したもとの、ちょうど明確化し始めた世界経済の拡大というフォローの風は、とくに今回、中国をはじめとする新興諸国の経済成長という特徴を伴

うものであった<sup>（注 16）</sup>。実際、日本の実質輸出を地域別にみると（図表 18）、中国が WTO に加盟した 2001 年末以降、2002 年から 2004 年前半まで同国向けの輸出が急増した<sup>（注 17）</sup>。また、N I E s や A S E A N 向けの輸出も順調に拡大したが、これについても、世界的に I T 関連の需要が伸びたことのほかに、中国など新興諸国の経済成長が間接的に影響した面があったと考えられる。

（図表 17） 素材業界の再編

#### <再編前>

##### （1）鉄鋼

（粗鋼生産量シェア：％）

新日本製鐵	25.9
NKK	10.8
上位 2 社計	36.7
川崎製鐵	10.6
住友金属工業	10.0
神戸製鋼所	5.8
東京製鐵	4.0
日新製鋼	3.6

#### <再編後>

（粗鋼生産量シェア：％）

新日本製鐵	27.2
J F E スチール	24.3
上位 2 社計	51.5
住友金属工業	8.6
神戸製鋼所	6.6
日新製鋼	3.5
東京製鐵	3.1

##### （2）ガソリン

（販売量シェア：％）

日本石油	16.3
出光興産	14.2
昭和シェル石油	12.7
上位 3 社計	43.2
コスモ石油	11.7
ジャパンエナジー	10.5
三菱石油	8.3
モービル石油	7.8
エッソ石油	7.0
ゼネラル石油	5.6
キグナス石油	2.2

（販売量シェア：％）

新日本石油	22.7
エクソンモービルグループ	19.2
昭和シェル石油	14.0
上位 3 社計	55.9
出光興産	14.0
コスモ石油	11.0
ジャパンエナジー	10.2
キグナス石油	2.4
九州石油	1.9

（注 15）世界的にみても、数年前まで素材市況の低迷が長く続いたことなどを背景に、素材産業の再編が進んだ。例えば、鉄鉱石については、世界大手 3 社のシェアが、2000 年の約 23% から 2003 年は 30% に高まった。このほか、鉄鋼、非鉄、石油などでも、過去数年間に大型合併が相次いだ。

（注 16）最近では、こうした新興諸国のうち人口が多い代表的な 4 か国（ブラジル、ロシア、インド、中国）を、頭文字で B R I C s と呼ぶことが多い。

（注 17）中国向けの輸出は、実質輸出ベースで、2003 年に +42%、2004 年に +22% 増加した。また、名目金額ベースでは、2003 年に +33%、2004 年に +20% 増加し、日本の名目輸出額全体に占めるウェイトは、2001 年の 8% から 2004 年の 13% へと上昇した。

(3) セメント

(生産量シェア：%)

秩父小野田	22.8
住友大阪セメント	17.8
日本セメント	17.4
上位3社計	58.0
三菱マテリアル	13.8
宇部興産	11.5
トクヤマ	6.2
麻生セメント	2.9

(生産量シェア：%)

太平洋セメント	37.4
宇部三菱セメント	27.0
住友大阪セメント	17.4
上位3社計	81.8
トクヤマ	6.1

(4) ポリスチレン

(出荷量シェア：%)

旭化成	24.8
日本ポリスチレン	14.5
電気化学	13.7
上位3社計	53.0
三菱化学	13.1
出光石油化学	11.5
新日鐵化学	9.9
大日本インキ化学	8.6
ダイセル化学	3.9

(出荷量シェア：%)

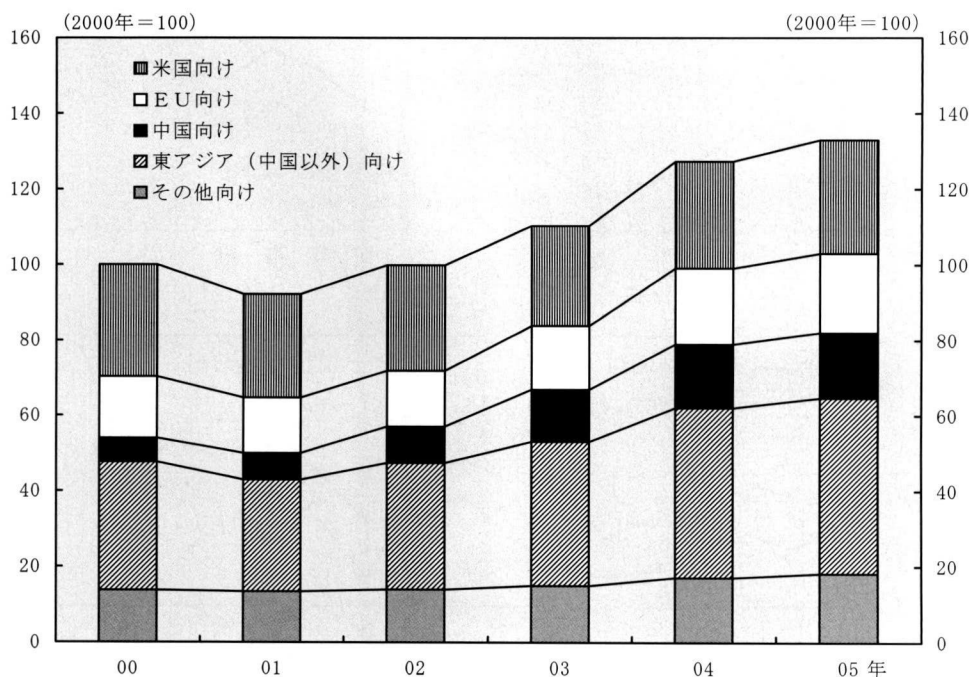
P S ジャパン	44.1
東洋スチレン	28.7
日本ポリスチレン	17.3
上位3社計	90.1
大日本インキ化学	9.9

(注) 再編前は、鉄鋼・ガソリンが1997年度、セメント・ポリスチレンが1997年暦年。

再編後は、鉄鋼が2003年度、ガソリン・セメントが2003年暦年、ポリスチレンが2004年暦年。

(資料) 矢野経済研究所「日本マーケットシェア事典」

(図表 18) 日本の実質輸出



(注) 1. 2005年は、1～6月の計数を年率換算。

2. 東アジア (中国以外)は、NIEsとASEAN4。

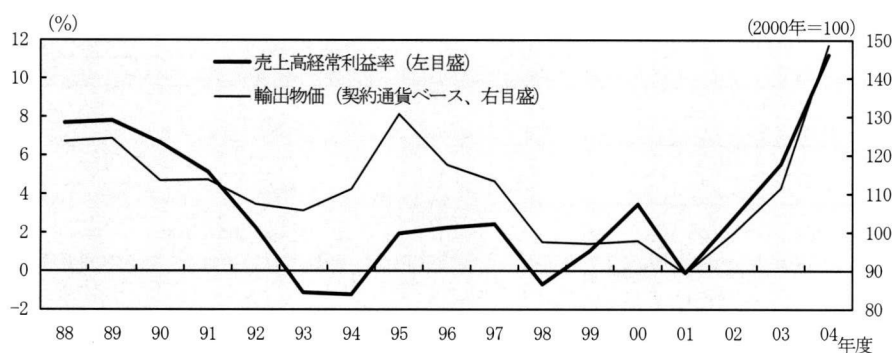
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

こうした新興諸国の経済成長が、ここ2～3年、とくに2004年の世界経済にもたらした顕著な特徴は、過去20年間以上みられなかったような素材需給の引き締めである<sup>(注18)</sup>。素材に対する急速な需要増加やそれに伴う価格の高騰は、鉄鋼、石油、化学などの素材製造業はもちろん、船舶需給の逼迫が好影響を与えた海運業、

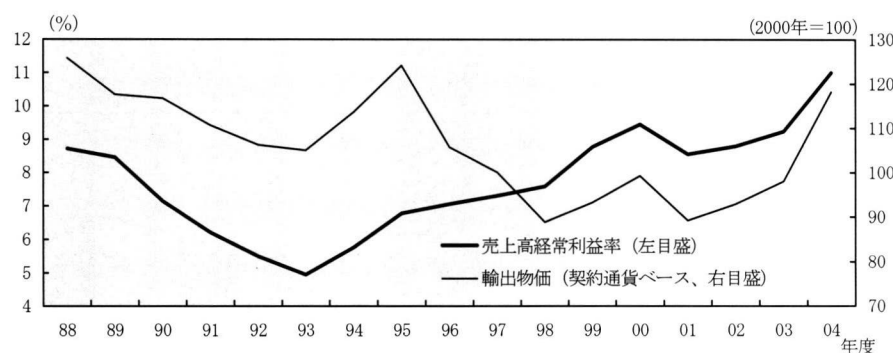
資源・エネルギー関連の開発投資に力を入れている総合商社など、一部非製造業の収益改善にも寄与した(図表19)。このように素材関連業種の収益環境がきわめて良好であったことが、今回、幅広い業種にわたって高収益が実現された理由の一つでもある。

(図表19) 素材の国際価格と素材産業の収益

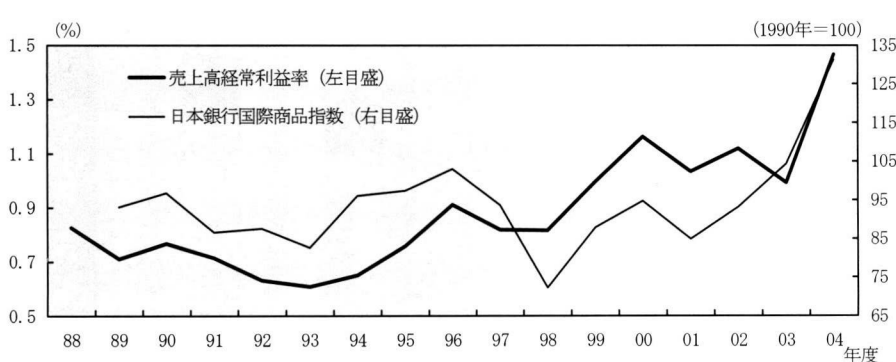
(1) 鉄鋼



(2) 化学



(3) 卸売



(注) 売上高経常利益率は大企業ベース。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「企業物価指数」「日本銀行国際商品指数」

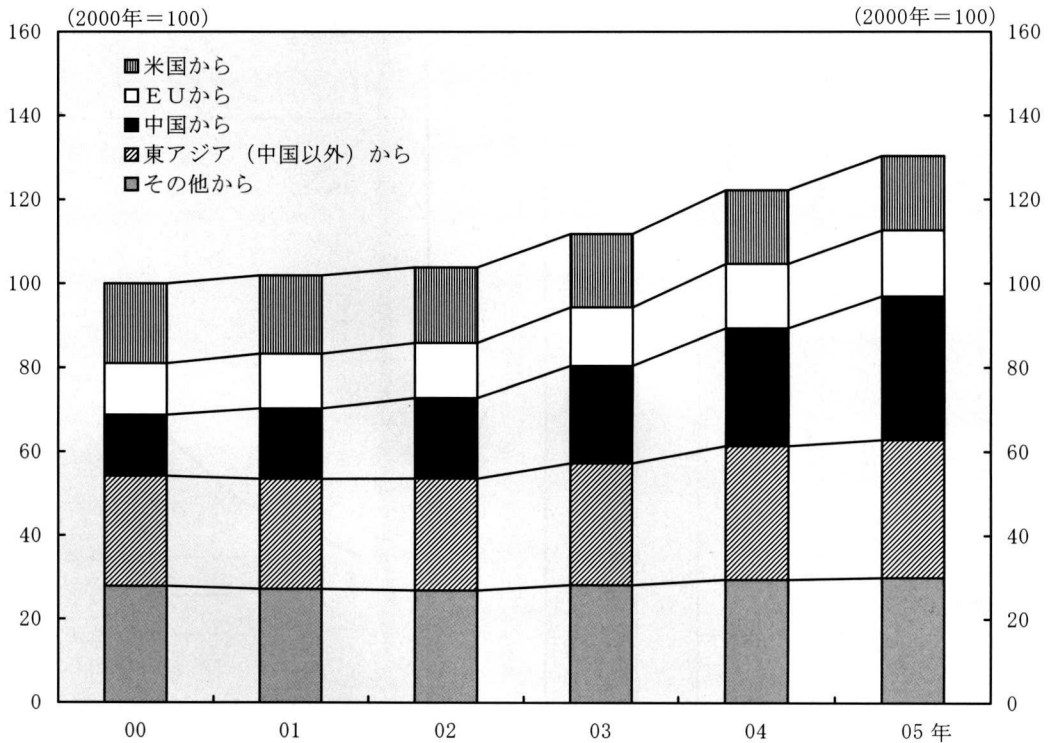
(注18) 代表的な国際商品指数であるCRB指数は、約24年振りの高値まで上昇した。

(国際分業の深化)

さらに、上述した新興諸国の経済成長は、単に世界的な市場の拡大だけでなく、日本企業を含む先進国企業に、国境を越えた資源配分の効率化をもたらしたと考えられる。近年における新興諸国の急成長は、WTO加盟後の中国に典型的にみられるように、現地進出した先進国企業の技術や経営ノウハウが、新興諸国の豊富な

労働力と結びつくことによって、実現されてきたという側面が大きい。日本企業の中国向け直接投資も、2000年頃から増加し、2003年にはかなり加速した。その影響もあって中国との貿易は、前述した日本からの輸出のみならず、日本の輸入サイドでも大幅な増加がみられた(図表20)。

(図表 20) 日本の実質輸入

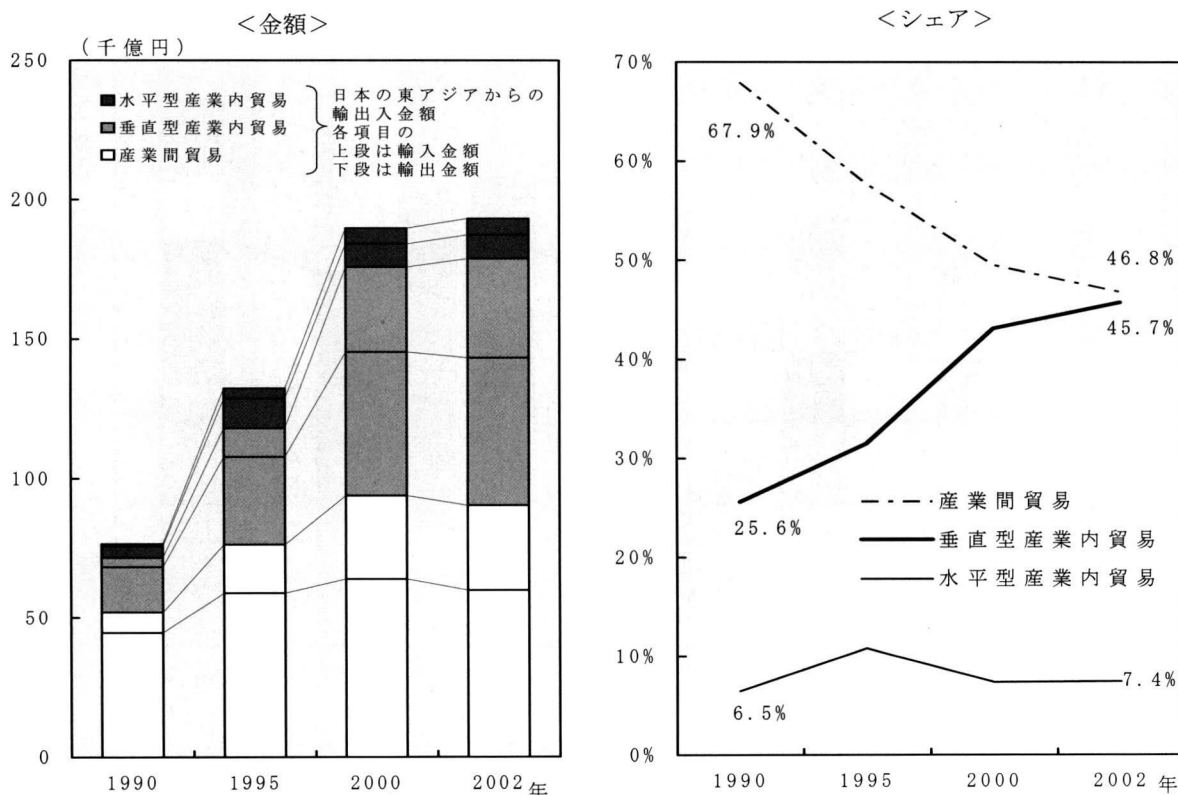


(注) 1. 2005年は、1～6月の計数を年率換算。  
 2. 東アジア (中国以外)は、NIEsとASEAN4。  
 (資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」

こうした国際分業の深まりは、当初の段階では、競争環境の激化を通じて日本企業の利益率低下に働いた面もあったと考えられる。数年前に「中国脅威論」が語られていたのは、そうした状況を表している。しかし、国内の生産活動を高付加価値の財やサービスへ集中させるなど、日本企業の対応が進むにつれて、生産工程の最適配置や調達ルートの多様化など、経営の選択肢が広がったことのプラス効果が出てきたと考えられる。実際、機械産業について、中国をはじめとする東アジアと日本の貿易関係をみ

ると、同一産業内で輸出入が双方向で行われているように見える取引であっても、実は要素集約度や付加価値率の大きく異なる品目での貿易が増えており（図表 21）<sup>（注 19）</sup>、日本と東アジア諸国との間で棲み分けが進んでいることがわかる。また、運輸や卸小売など、物流に関わる非製造業でも、新たな収益機会が生み出された。これらのメリットは薄く広く存在しているために定量化は困難であるが、近年における国際分業の高度化は、全体として、日本企業の収益にプラスの影響を及ぼしてきた可能性が高い。

（図表 21）日本と東アジアの分業体制



（注）東アジアは、中国、NIEs、ASEAN4。

（資料）日本銀行ワーキングペーパー「機械部門の貿易パターンの分析」（佐々木仁・古賀優子、2005年7月）

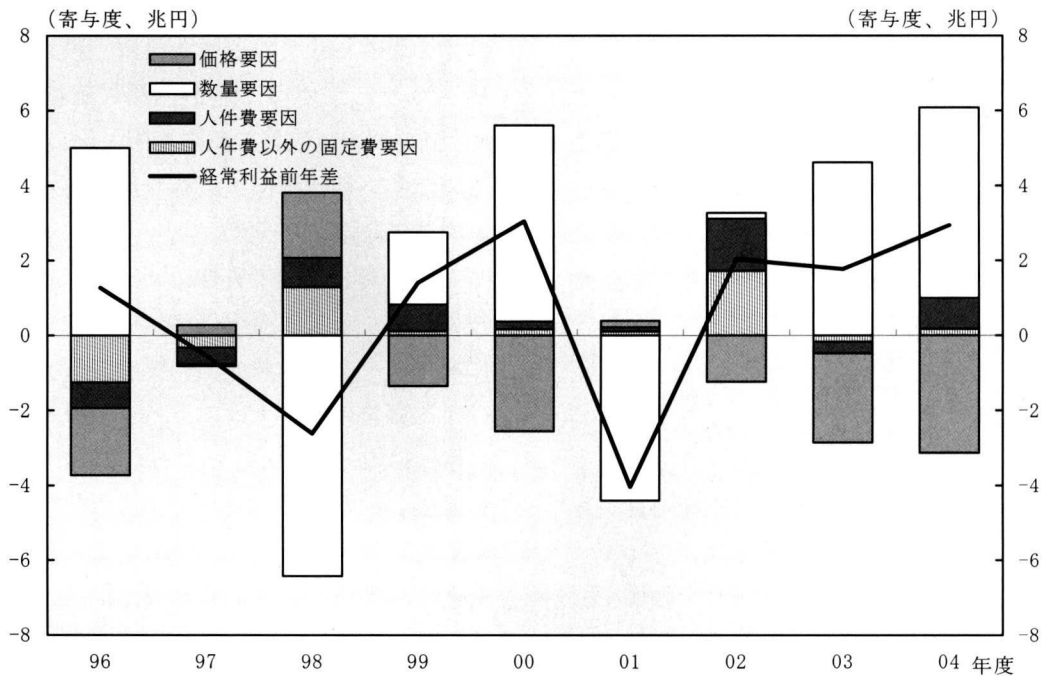
（注 19）例えば、「電気機械」という同一産業内の財でも、品目ベースで細かくみれば資本集約度の高い財から労働集約度の高い財まで、要素集約度にかんがりの違いがある。図表 21 では、品目レベルで要素集約度を推計し、同一産業内でも要素集約度が大きく異なる品目間で行われる貿易を「垂直型」産業内貿易と呼んでおり、東アジアと日本の間でこのタイプの貿易がシェアを大きく高めていることが示されている。この点についてより詳しくは、「機械部門の貿易パターンの分析」（『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』、佐々木仁・古賀優子、2005年7月）を参照。

(交易条件の悪化をカバーした数量の増加)

以上の世界経済環境や、それが日本企業の収益に及ぼした影響を踏まえつつ、2002年度以降

の増益要因を、数量要因や価格要因への分解が可能な製造業について検証する(図表 22) (注 20)。

(図表 22) 製造業大企業の増益要因



(注) 上記要因分解の手法の概説

1. 経常利益は、以下の式で表すことができる。  

$$\pi = P_0 Q_0 - P_1 Q_1 - FC - LC$$
(  $\pi$  : 経常利益、 $P_0$  : 産出価格、 $Q_0$  : 売上数量、 $P_1$  : 投入価格、 $Q_1$  : 投入量、 $FC$  : 人件費以外の固定費、 $LC$  : 人件費、したがって  $P_0 Q_0$  : 売上高、 $P_1 Q_1$  : 変動費 )
2. 上式を全微分することによって、経常利益前年差を各変数の前年差の寄与に分解する。
3. 上式各項の計数は法人企業統計から算出した。  
 $\pi$  : 経常利益  
 $P_0 Q_0$  : 売上高  
 $LC$  : 人件費  
 $FC$  : 減価償却費 + 純営業外費用 + 販管費  $\times 0.7$   
( 販管費に 0.7 を乗じた理由は、図表 5 の脚注を参照。 )  
 $P_1 Q_1$  : 残差
4. 「価格要因」は、上記  $P_0$ 、 $P_1$  の変動による寄与に該当。それぞれ、投入産出価格指数の対応する物価指数を用いた。
5. 「数量要因」は、上記  $Q_0$ 、 $Q_1$  の変動による寄与に該当。実際には、上記要因を除いた残差として算出した。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

(注 20) 中小企業のデータはサンプルの不連続性が大きく、この種の分析には不向きであるため、分析対象を大企業に限定した。もともと、大企業でも、固定費と変動費の正確な振り分けが困難であるほか、分析に用いた産出投入価格が粗い業種分類に基づくものであるため、分析結果は幅を持つ必要がある。

第一に、今回の増益が始まった 2002 年度については、経常利益の増加は、もっぱら人件費など固定費の減少によって実現された。その後、固定費は、2003 年度に若干増加するが、2004 年度には再び減少して増益方向に寄与するなど、企業の固定費抑制姿勢がとりわけ製造業では根強かったことが確認できる。

第二に、2003 年度以降は、価格要因のマイナス寄与が増大している<sup>(注 21)</sup>。これは、原油価格の上昇や素材需給の引き締まりが、製造業全体でみた交易条件を悪化させたこと、すなわち生産物 1 単位当たりでみればむしろ採算の悪化をもたらしたことを意味する。

しかし、第三に、数量要因をみると、2003 年度以降は大幅なプラス寄与となっており、これが上述した価格要因のマイナス寄与を大きく上回っているために、全体として大幅な増益が実現された形になっている。

以上の結果は、GDP デフレーターの下下、すなわち実質付加価値 1 単位当たりの採算悪化が続く中で、労働分配率の引き下げや実質付加価値の増大により企業収益の増加がもたらされた、という前述の分析と整合的である。

次に、この要因分解を素材業種と加工業種に分けてみると（図表 23）、2003 年度以降における価格要因のマイナス幅拡大は、もっぱら加工業種で生じていることが確認できる。すなわち、素材業種では、原油をはじめとする国際商品市況が急騰した 2004 年度も、アジアにおける製品需給の引き締まりなどを背景に、投入価格の上昇をほとんどすべて製品価格に転嫁できたため、価格要因は収益の圧迫要因とならなかった。このため、数量要因の大幅な増加が、そのまま好業績に直結した<sup>(注 22)</sup>。

これに対し、加工業種については、もともと技術革新を背景に産出価格が恒常的な下落傾向にあり、それを数量要因のプラスや、部品などの投入価格の引き下げによって、カバーする収益構造になっている。ところが 2004 年度は、素材価格の大幅上昇を受けて、投入価格が上昇に転じたため、価格要因が通常以上に悪化した。それでも増益を確保しえたのは、人件費や固定費の増加を最小限に抑えつつ、高付加価値化も含めた数量要因の大幅な改善を、2003 年度に続き実現できたためである。

---

(注 21) ここでの数量は単に個数やトン数とは限らず、逆に価格も、表面上の単価とは限らない。例えば、売上個数も表面価格も変化していないが、機能や品質が向上しているような場合には、「数量要因」はプラスに、「価格要因」はマイナスになる。

(注 22) 石油元売りの多くでは、その利益計算において、期首在庫の価格が売上原価に一部反映される「総平均法」を採用している。その場合、原油および石油製品価格がともに上昇する局面では、期首の原材料在庫が安値であるために、表面上利益が出やすくなるという傾向がある。こうした在庫評価益も「数量要因」に含まれていることには、注意をしなければならない。

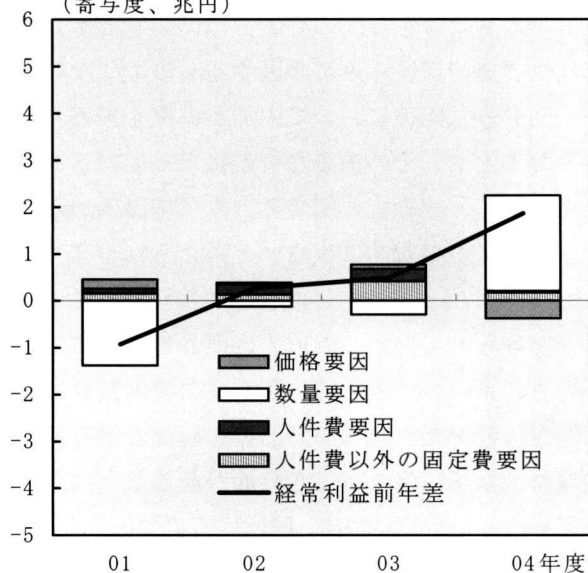


(図表 23) 素材業種と加工業種

(1) 素材業種 (大企業)

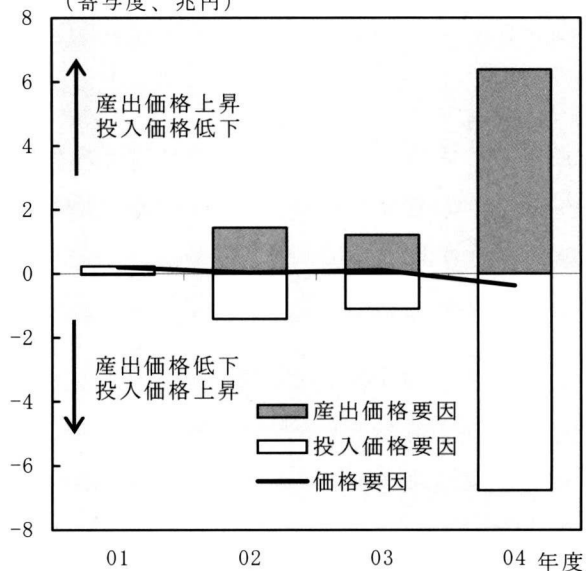
① 経常利益の分解

(寄与度、兆円)



② うち価格要因の分解

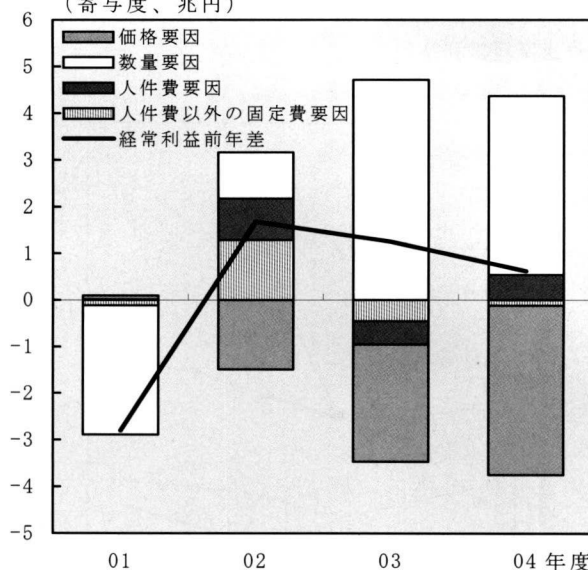
(寄与度、兆円)



(2) 加工業種 (大企業)

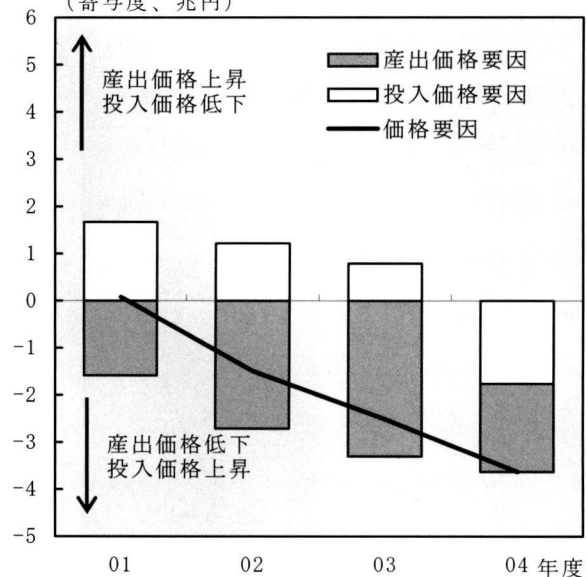
① 経常利益の分解

(寄与度、兆円)



② うち価格要因の分解

(寄与度、兆円)



(注) 1. 算出方法は図表22と同じ。

2. 加工業種は金属製品、一般機械、精密機械、電気機械、輸送機械の5業種の足し上げ。  
 素材業種は窯業土石、非鉄金属、鉄鋼、石油石炭、化学の5業種の足し上げ。  
 両業種とも5業種のための集計値であるため、合計は図表22の製造業全体と一致しない。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」



非製造業については、データの制約から同様の分析はできない。ただし、業種別の収益動向に、特徴的な事実を観察することはできる。すなわち、非製造業の中でも、製造業の生産活動ひいては海外景気との関連が相対的に深いと考えられる業種の売上高利益率をみると（図表 24（1））、海運では、世界的な素材価格の高騰とそれに伴う活発な荷動きから、顕著に上昇した。しかし、陸運では、燃料価格の上昇に直面した一方、競争の激しさからそれを運賃に転嫁しきれなかったとみられ、非製造業全体が増益を続けた 2003 年度、2004 年度いずれも、収益の伸び悩みを余儀なくされた。

以上のように、中国の急成長に特徴付けられる 2003～2004 年の世界景気拡大は、原材料高を通じて、製造業、非製造業いずれについても、一部の業種で採算を悪化させる要因となったが、全体としてみればそれをはるかに上回る数量効果により、日本企業の収益に強力な追い風

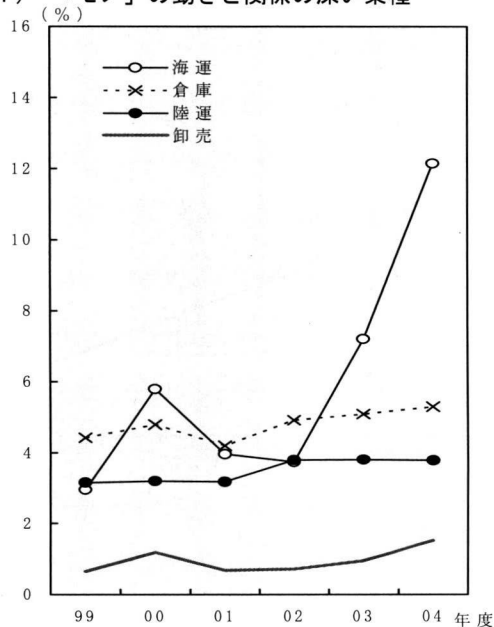
として作用したと考えられる。

### （3）構造調整圧力の後退に伴う内需の底堅さ

こうした数量要因の好調さは、必ずしも良好な世界経済環境のみに起因するものではない。今回の景気回復において内需が底堅く推移してきたことも、その重要な背景になっていると考えられる。実際、非製造業のうち輸出入からの波及効果が相対的に小さいと考えられる業種でも（図表 24（2））、収益の改善傾向がはっきりとみられている。内需の底堅さをもたらししている背景の一つとして、製造業の設備投資増加など、元をたどれば海外需要を起点とする好循環が、次第に強まってきた面があることは事実である。しかし同時に、国内固有の要因として、「三つの過剰」に代表される各種の構造調整圧力が後退してきたことも、様々な非製造業を含めた幅広い分野の経営環境に、プラス方向で働いたと考えられる。

（図表 24） 非製造業の売上高経常利益率

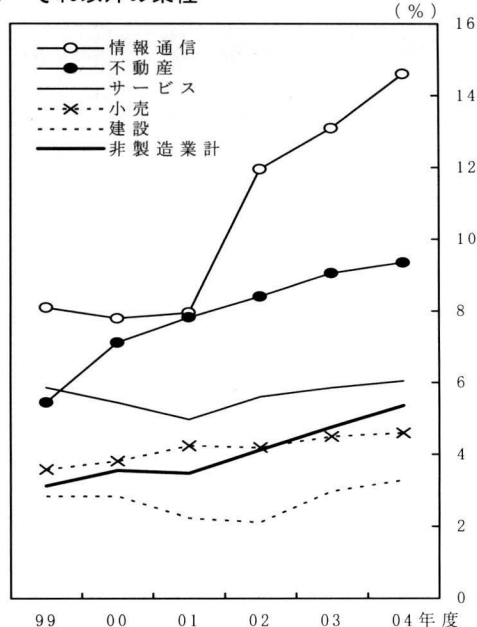
#### （1）「モノ」の動きと関係の深い業種



（注）1999年度から継続的に存在する1,476社を対象とした。

（資料）日経 Financial QUEST

#### （2）それ以外の業種



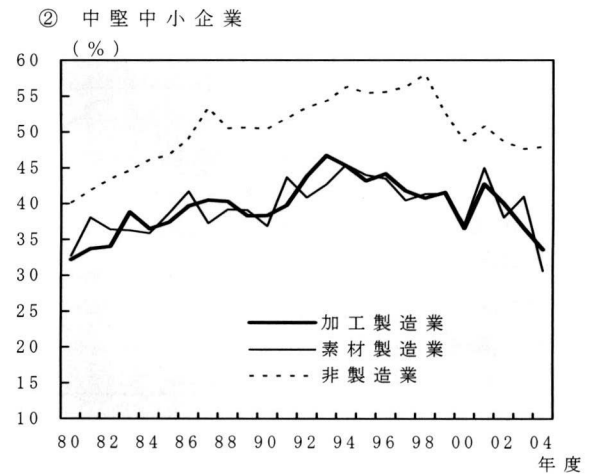
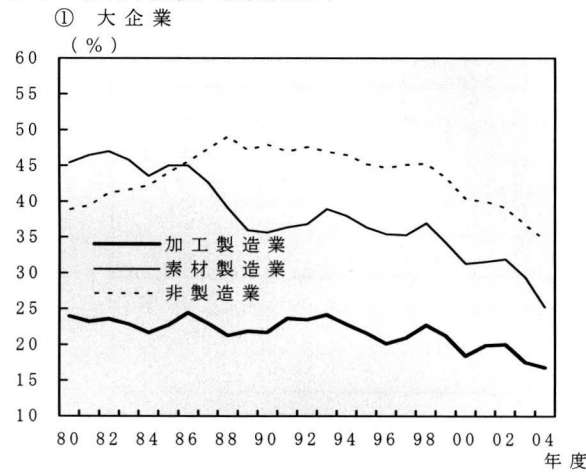
(「三つの過剰」の後退)

まず、企業の有利子負債残高を総資産に対する比率でみると(図表 25 (1))、大企業では、全体として1990年代を通じて緩やかな低下傾向をたどった後、1990年代末頃からは低下の動きが加速した。これは、先にみた財務体質改善への圧力のもとで、企業が、労働分配率の引き下げなどによりフローの利益率を高めると同時に、そこから生まれるキャッシュフローを有利子負債の返済に充当してきたことの表れである。実際、こうした動きは、相対的に財務体質

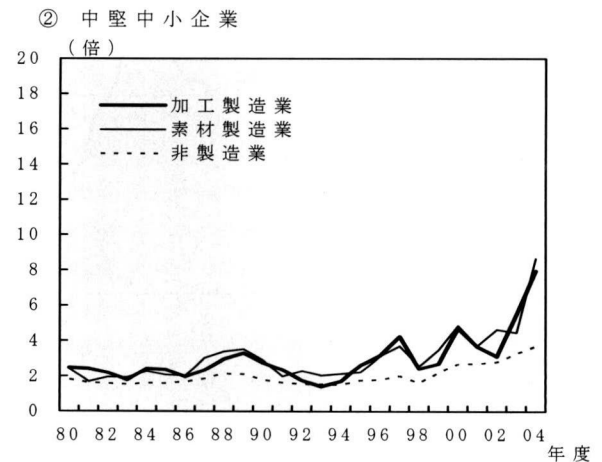
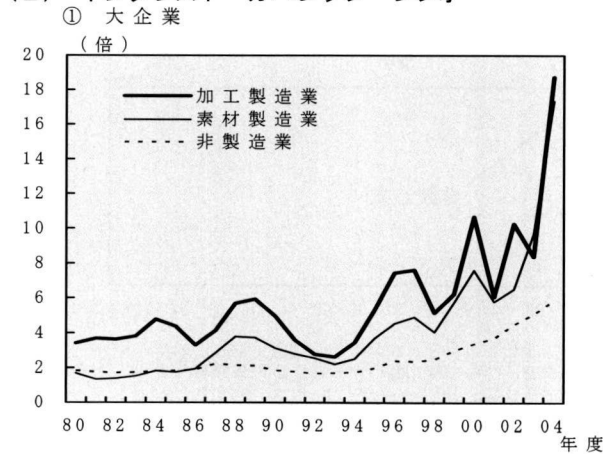
の見劣りがみられた素材産業や非製造業においてより顕著であった。また、大企業よりも債務の高止まりないし増加傾向が長く続いた中堅中小企業でも、1990年代末以降は債務削減の動きがはっきりとみられるようになった。1年間の経常利益で何年分の利払いが可能かをみたインタレスト・カバレッジ・レシオも(図表 25 (2))、低金利と債務削減の効果により、中堅中小企業も含めて近年明確な上昇傾向にあり、金利負担が大幅に軽減されてきていることが確認できる。

(図表 25) バランスシート調整の進展

(1) 有利子負債／総資産比率



(2) インタレスト・カバレッジ・レシオ



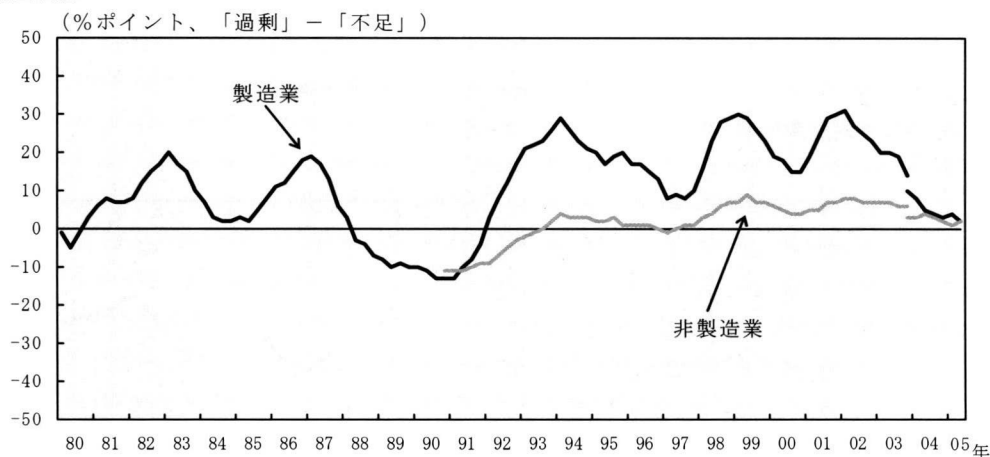
(注) 1. 電気・ガス業を除いたベース。  
2. 有利子負債＝長短借入金＋社債  
3. インタレスト・カバレッジ・レシオ＝(経常利益＋支払利息)／支払利息  
(資料) 財務省「法人企業統計年報」

債務の削減は、基本的には、利益を生まない資産や余剰人員の圧縮と表裏一体で進められたため、日銀短観をみても、過剰設備、過剰雇用のいずれも、足もとほぼ解消している（図表 26）。こうした過剰な設備や雇用の解消は、そのこと自体が固定費の減少をもたらして企業収益の回復に寄与するとともに、企業のリスクテイク能力を回復させ、前向きの企業行動を促すことに

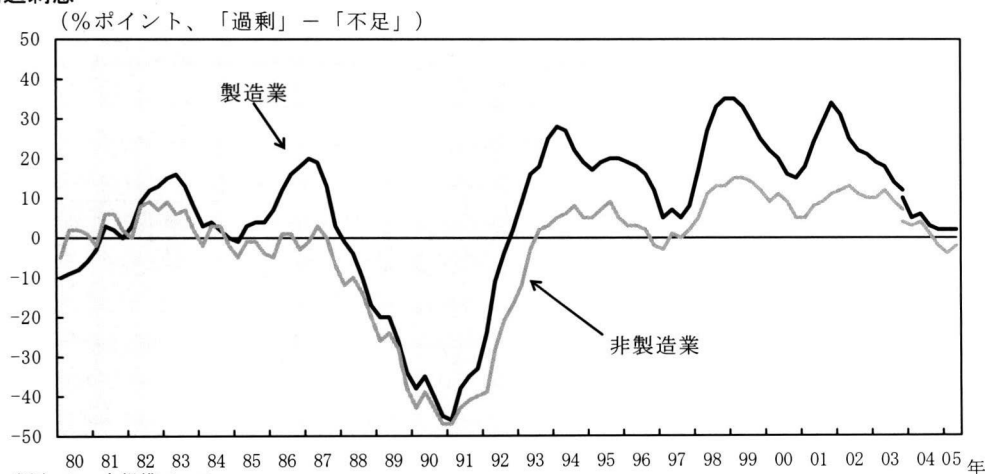
つながる。実際、設備投資は 2003 年度、2004 年度と 2 年連続で増加した後、2005 年度もかなりの増加が計画されている（注 23）。また、企業が賞与の支払いやフルタイム労働者の雇用を増やしていることなどから、雇用者所得の増加傾向が定着しつつあり、個人消費が所得面から支えられる関係が徐々にはっきりしてきている。

（図表 26） 設備・雇用の過剰感

（1） 設備過剰感



（2） 雇用過剰感



（注） 1. 全規模ベース。  
2. 2004年3月調査から調査対象企業等の見直しを行ったことから、2003年12月調査以前と2004年3月調査以降の計数は連続しない（2003年12月調査については、新ベースによる再集計結果を併記）。

（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

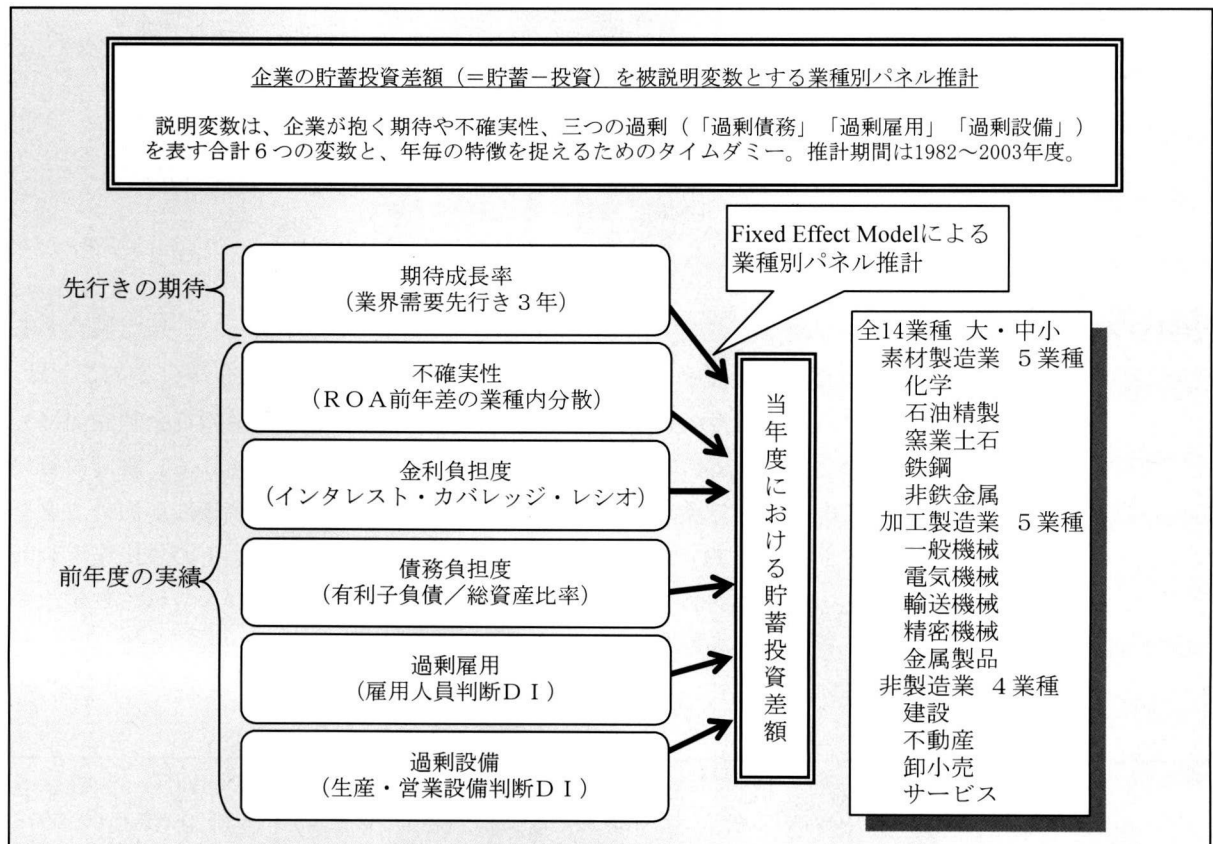
（注 23）日銀短観（6月調査）の 2005 年度設備投資計画を、GDP 統計の概念に近い「ソフトウェアを含み土地を除く」ベースでみると、全産業全規模合計で+8.8%となっている（2004 年度実績は+5.1%）。

ちなみに、各種の過剰が企業の支出行動に及ぼす影響について、企業部門の貯蓄投資差額（＝貯蓄－投資）がどのような要因に左右されるかを、業種別パネルデータで推計してみた（図表27）<sup>（注24）</sup>。その結果、①期待成長率が低いほど、②収益に関する不確実性が大きいほど、③インタレスト・カバレッジ・レシオが低いほど、④有利子負債比率が高いほど、⑤雇用過剰感が強いほど、⑥設備過剰感が強いほど、それぞれ企業の支出行動をより抑制的なものとすることが確かめられた。いわゆる「三つの過剰」に係るのは③～⑥の部分であり、今回の景気回復ではこれらについて改善がみられているために、企業部門から前向きの行動が徐々に引き出され、内需の底堅さにつながっているものと考えられる。

いほど、⑥設備過剰感が強いほど、それぞれ企業の支出行動をより抑制的なものとすることが確かめられた。いわゆる「三つの過剰」に係るのは③～⑥の部分であり、今回の景気回復ではこれらについて改善がみられているために、企業部門から前向きの行動が徐々に引き出され、内需の底堅さにつながっているものと考えられる。

（図表 27） 「三つの過剰」と企業の支出行動

（1） 推計の概要



（注 24） 企業部門の貯蓄投資差額＝企業の貯蓄－企業の投資

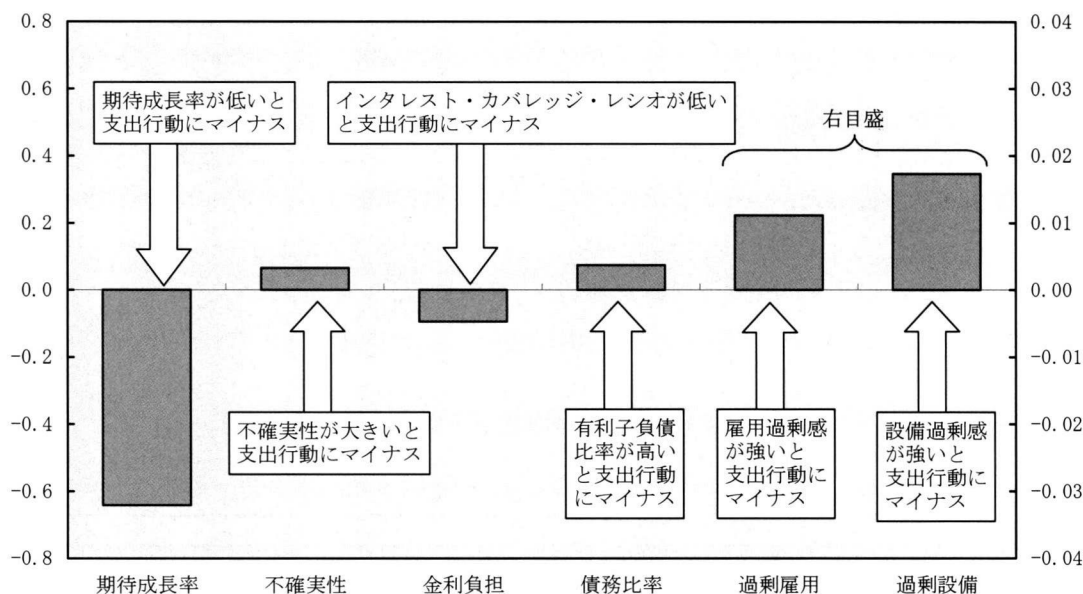
ただし、内部留保＝資本合計－（資本金＋資本準備金）と定義したうえで、

企業の貯蓄＝内部留保増減－減価償却費

企業の投資＝設備投資＋土地投資＋在庫投資

として求めた。データは法人企業統計（全産業全規模）を用いた。

## (2) 推計パラメーター



(注) インタレスト・カバレッジ・レシオは10%有意水準で、その他は5%有意水準で、統計的にゼロと異なる。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## (金融システムの安定化)

上記の企業部門における過剰債務の圧縮と表裏をなす形で、金融機関における不良債権の処理が進み(図表 28 (1))、金融システムの安定化がほぼ達成されたことも、内需を巡る環境のきわめて重要な変化である<sup>(注 25)</sup>。この点、日銀短観の貸出態度判断 D I をみると、1997～1998 年の金融危機以降は、強力な金融緩和にもかかわらず、企業、とりわけ中小企業からみた

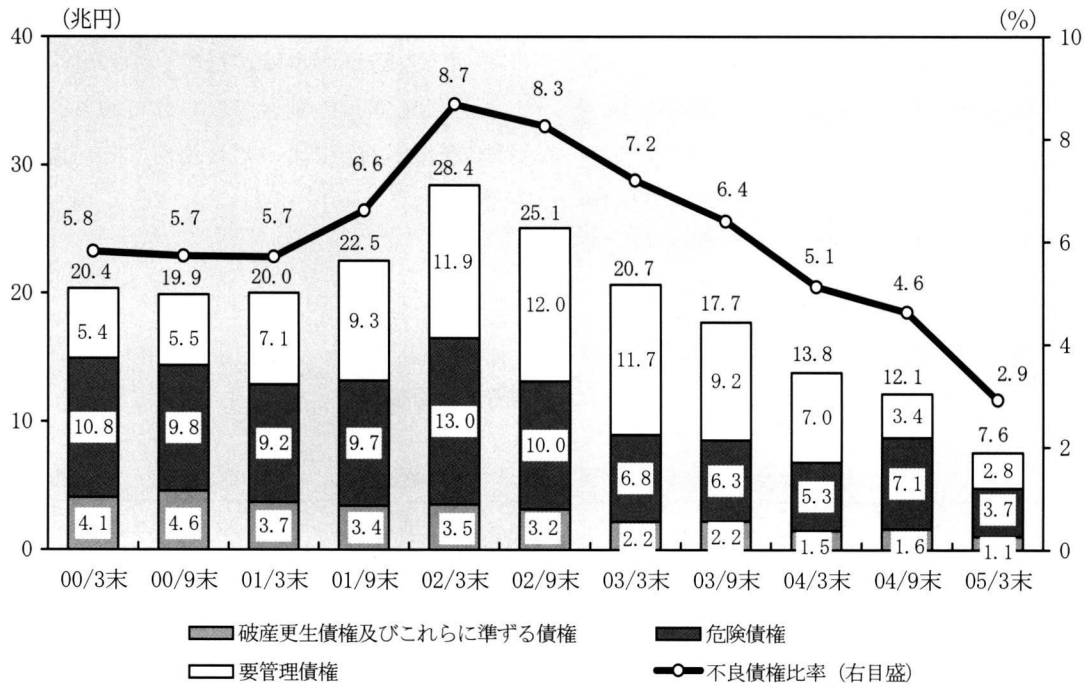
金融機関の融資態度は「厳しい」超で推移することが多かった(図表 28 (2))。このことは、金融システムの弱さが、企業の資金調達面はもとより、心理的な側面をも通じて、設備投資の抑制要因として働いてきた可能性が高いことを示唆している<sup>(注 26)</sup>。しかし、その貸出態度判断 D I も、ごく最近では金融システムの安定化を背景に、概ね 1997～1998 年以前の水準に戻っている。

(注 25) 金融システムの現状については、銀行が「不良債権問題」を概ね克服し経営の安定性を取り戻しつつある点を含めて、「金融システムの現状と評価 ― 銀行セクターを中心に ―」(『金融システムレポート』日本銀行 2005 年 8 月)がまとめている。

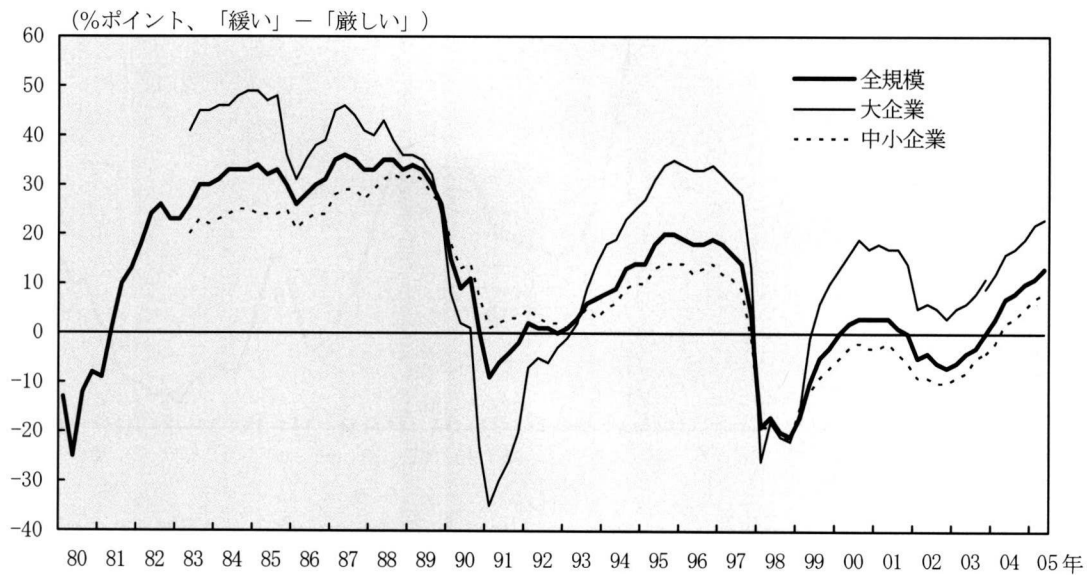
(注 26) 金融システムの弱さが企業の設備投資に抑制的に働いた点についての実証研究としては、大企業について「設備投資、金融政策、資産価格 ― 個別企業データを用いた実証分析 ―」(『日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ』永幡崇・関根敏隆、2002 年 5 月)、中堅企業について「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」(『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』福田慎一・粕谷宗久・中島上智、2005 年 2 月)を参照。

(図表 28) 金融システムの安定化

(1) 大手行の不良債権残高



(2) 金融機関の貸出態度 (全産業ベース)



(注) 2003年末の非連続については図表26の脚注を参照。

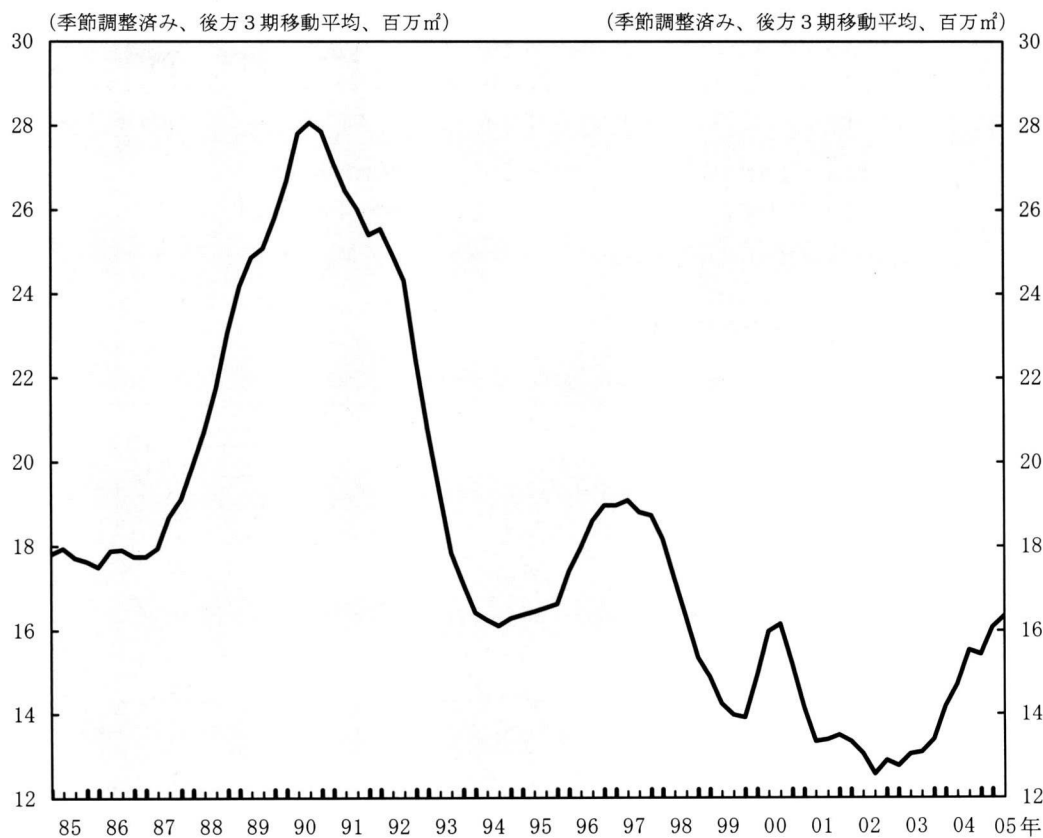
(資料) 金融庁「不良債権等の状況について」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

### (建設・不動産分野の回復)

こうした環境のもとで、最近、民間建設や不動産の経済活動にも回復がみられる点が注目される。代表的な建設投資の先行指標である建築着工床面積をみると(図表 29)、2002 年にボトムをつけた後、着実な回復傾向を続けている。バブル崩壊後の長期低迷の中で、1996～1997 年は金利の大幅な低下を背景に、また 2000 年には

不動産再開発の案件集中や、大規模小売店における規制変更がらみの駆け込み着工などから、それぞれ一時的に増加した。しかし今回は、そのような特別の事情がなく、かつ幅広い業種にわたって回復の動きがみられており、堅調な動きが過去 2 回に比べて長続きする可能性を期待させる。

(図表 29) 建築着工床面積



(注) 1. X-12-ARIMAによる季節調整値。

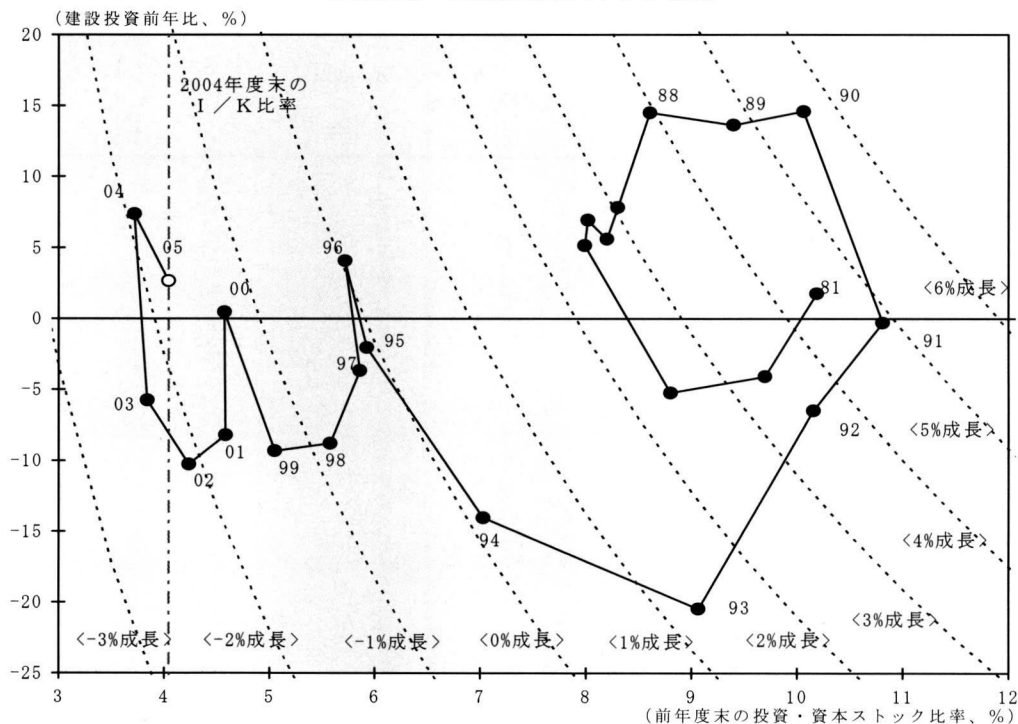
2. 新産業分類に対応し、2003年度以降、新聞・出版業が鉱工業から非製造業に分類変更となった。そのため、リンク係数を算出のうえ、2002年度以前を水準調整している。

(資料) 国土交通省「建築着工統計調査」

こうした建設投資の回復も、過剰ストックの調整が進んだことによる面が大きいと考えられる。建設投資のストック循環図をみると（図表30）、1990年代初めまでは、建築物から生み出される実質付加価値について、年率3～5％という高い期待成長率が形成されていたことがわかる（注27）。その後1990年代においては、不動産バブルの崩壊とともに期待成長率が大きく低

下した結果、ストックの過剰感が高まって調整圧力がかかり続け、建設投資はほぼ毎年減少した。しかし、投資水準が大幅に低下した結果、最近数年間は、期待成長率がマイナスでも投資が増加しうる状況になってきている（注28）。わずかも期待成長率が好転すれば、投資回復のモメンタムが長続きしやすい環境にあると言える。

（図表30） 建設投資のストック循環



（注）1. 経済成長と資本ストックの間に一定の関係があることを前提にすると、

$$\text{当期の投資増加率} = \frac{(\text{除却率} + \text{資本係数のトレンド上昇率} + \text{期待成長率})}{\text{前期末の投資・資本ストック比率}}$$

という関係を導くことができる。上式のうち除却率と資本係数（＝資本ストックを実質GDPで割ったもの）のトレンド上昇率に過去の平均的な値を定数として当てはめると、当期の投資増加率（縦軸方向の位置）は、①前期末の投資・資本ストック比率（横軸方向の位置）、②期待成長率（点線の双曲線の位置）の交点で決まる、という関係が出てくる。より詳しくは、「近年の設備投資動向と本格回復への課題 ― 投資行動を生み出す企業活力の復活に向けて ―」（『日本銀行調査月報』2003年7月号、調査統計局）のBOX2に解説がある。

2. 2005年度の建設投資見込み額は、国土交通省による予測。

（資料）国土交通省「平成17年度建設投資見通し」、内閣府「民間企業資本ストック」等

（注27）3％成長～5％成長の双曲線が描かれている領域に循環図が位置していた。

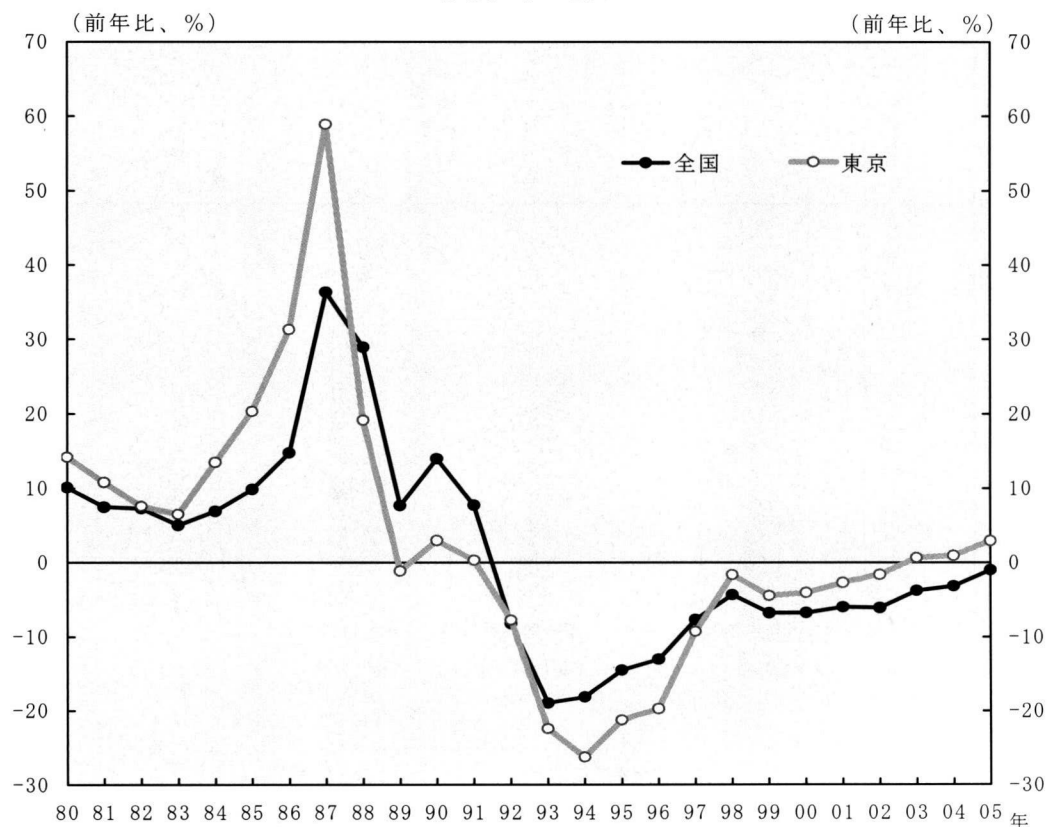
（注28）図では、2004年度末の投資・資本ストック比率が、4％程度まで落ちていたことがわかる。それを示す垂直線をたどっていくと、期待成長率が－1～－2％程度という歴史的に非常に低い値のままだでも、2005年度の建設投資が増加することと整合的であることが読みとれる。



単に建設投資の水準が低下しただけでなく、不良債権の処理やリストラに伴う土地売却の過程で、都市部の地価は売買の活発化が促される水準まで低下した。この間、1990年代後半以降、都市部を中心に土地の用途や容積率に関する規制が段階的に緩和されてきたほか、不動産投資信託（J-REIT）や不動産ノンリコースローン（非遡及型ローン）など、ファイナンス手法も多様化された。このように、地価の調整が進み、かつ不動産投資を行いやすい環境が醸

成されてきたことが、都市部における再開発やマンションの建設など、不動産関連の需要回復を促した。その結果、公示地価についても、各調査地点の変化率を価額で加重平均してみると（図表31）<sup>（注29）</sup>、東京では2003年以降上昇に転じており、全国平均でも足もと概ね下げ止まりつつある。今回の景気回復における内需の回復には、バブル崩壊から長い時間をかけて、地価が下がるべき水準まで漸く調整されてきたことも、少なからず影響している可能性が高い。

（図表31） 地価



（注） 各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の価額で加重平均したもの（全用途）。公表されている計数は、各調査地点における変化率の単純平均であるため、上図とは異なる。  
（資料）国土交通省「地価公示」

（注 29） 公表計数における公示地価の変化率は、各地点における変化率を単純平均したものである。この場合、例えば1㎡辺り1万円の土地が10%低下し、同1000万円の土地が10%上昇しても、全体の変化率はゼロとなる。調査地点の価額で加重平均したのは、こうした歪みを除去するためである。

### 3. 日本経済への含意

(2005年度の企業収益と日本経済)

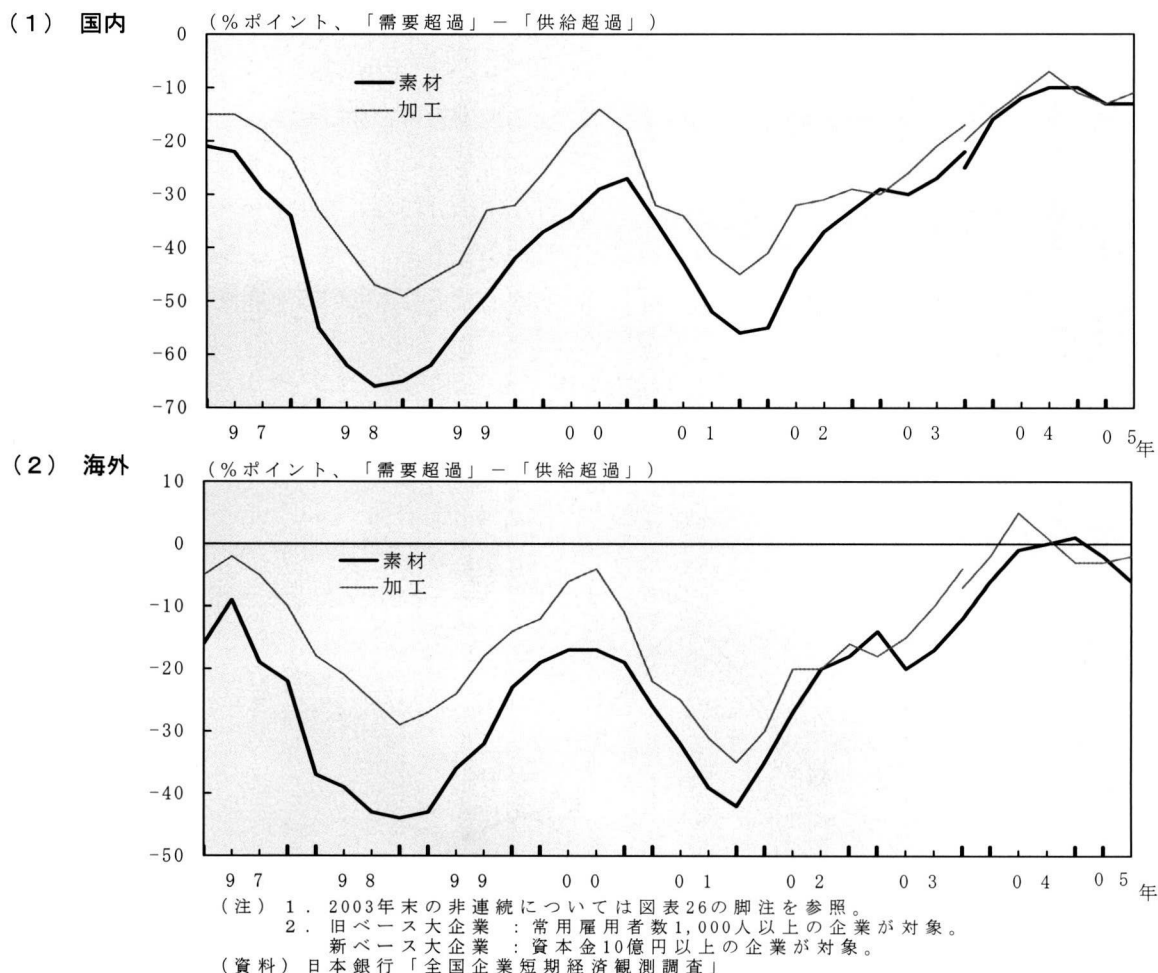
以上のように、2004年度までの状況を振り返ると、リストラにより企業の損益分岐点が低下したところへ、中国等の急成長を伴って海外経済が拡大し、内需も次第に広がりを持ち始めた。そうしたもとの、企業収益は大幅な増加を続け、幅広い業種でバブル期のピーク水準を超えるに至った。もっとも、2005年度については、これまでほど順調には収益が伸びにくいと考えられ

るいくつかの要因がある。

第一に、IT関連分野において、2004年度半ば頃から内外で需給調整の動きがみられ、2005年度入り後にもその影響が残った。

第二に、ほぼ同じ頃から、中国の景気過熱抑制策の影響が出始めた。このため、IT調整の影響とも相俟って輸出が2004年後半から減速したほか、製品の需給タイト感も海外市場の素材分野を中心にやや後退した(図表32) (注30)。

(図表32) 需給判断D. I. (大企業)



(注30) 鉄鋼、化学等の素材分野で中国の供給能力が増加していることも、国際的な需給バランスを緩める要因となっている模様である。

第三に、固定費をこれまでと同じように抑制し続けることは、次第に難しくなりつつある。パート比率を高め続けることにはおのずから限界があり、実際、企業はフルタイム労働者の雇用を増やし始めている。設備投資の増加が続くことも、償却負担を押し上げる方向に作用すると考えられる。

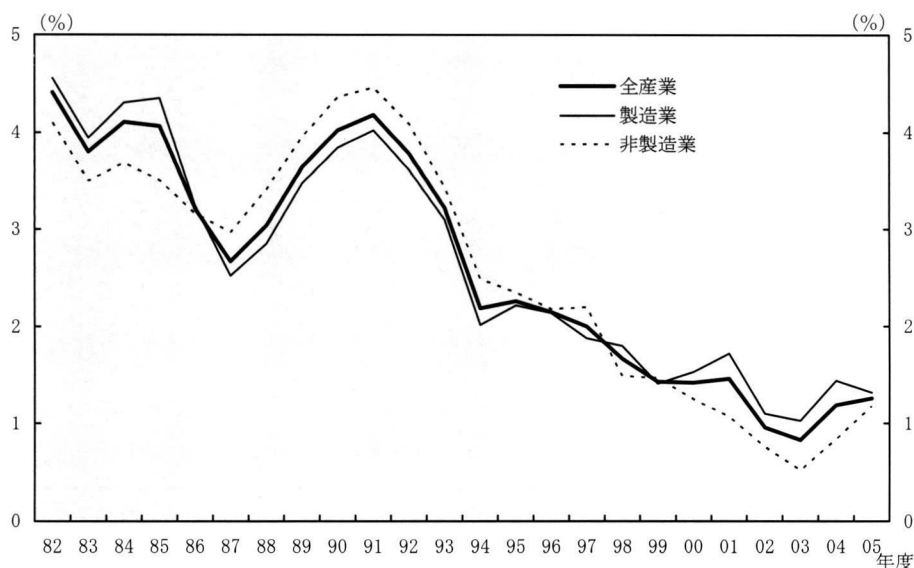
このように、これまで企業収益の増加を支えてきた多くの要因が、2005年度は企業収益をさらに大きく押し上げるようには働かなくなる可能性が高く、大幅な原油高が収益にどのような影響を及ぼすかも不透明である。しかし、上記第三に述べた点は、裏を返せば、これまで急速に増加した企業収益から内需への波及効果が、ややタイムラグを伴って明確になりつつあることを意味するものでもある。

まず、設備投資についてみると、2004年度にIT関連主導で増加したのに続いて、2005年度は業種の広がりを伴いつつ、全体として増加モメンタムが維持される計画となっている。各種

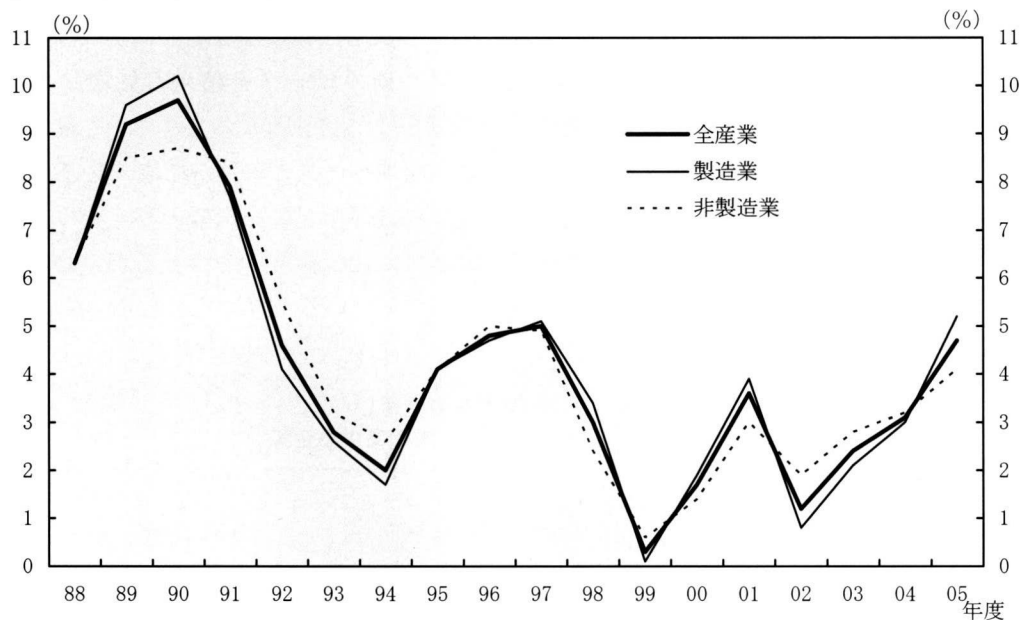
の調整進展と、景気回復が続いてきたことに伴う先行きへの自信から、企業のリスクテイク行動が次第に前向きに変化してきていることがうかがわれる。企業の貯蓄投資差額に関する分析において（前掲図表27）、先ほどは「三つの過剰」の後退が企業の支出行動を刺激し始めた可能性に焦点を当てて述べたが、同じ分析において、企業の期待成長率も支出行動を決める重要な決定要因であることが示されている。この点、内閣府が毎年1月に実施している「企業行動に関するアンケート調査」によると（図表33）、自社が属する業界の需要に関する企業の期待成長率は、2003年度をボトムに幾分上向いてきており、そうしたもとで、今後3年間に見込んでいる設備投資の伸び率も、とりわけ本年はかなり高まっている。また、企業から家計への所得波及については、雇用者所得の増加傾向が定着しつつあることのほかに、配当支払額の増加も明確になってきている（図表34）。

（図表 33） 期待成長率と設備投資

（1） 今後5年間の業界需要期待成長率（年平均）

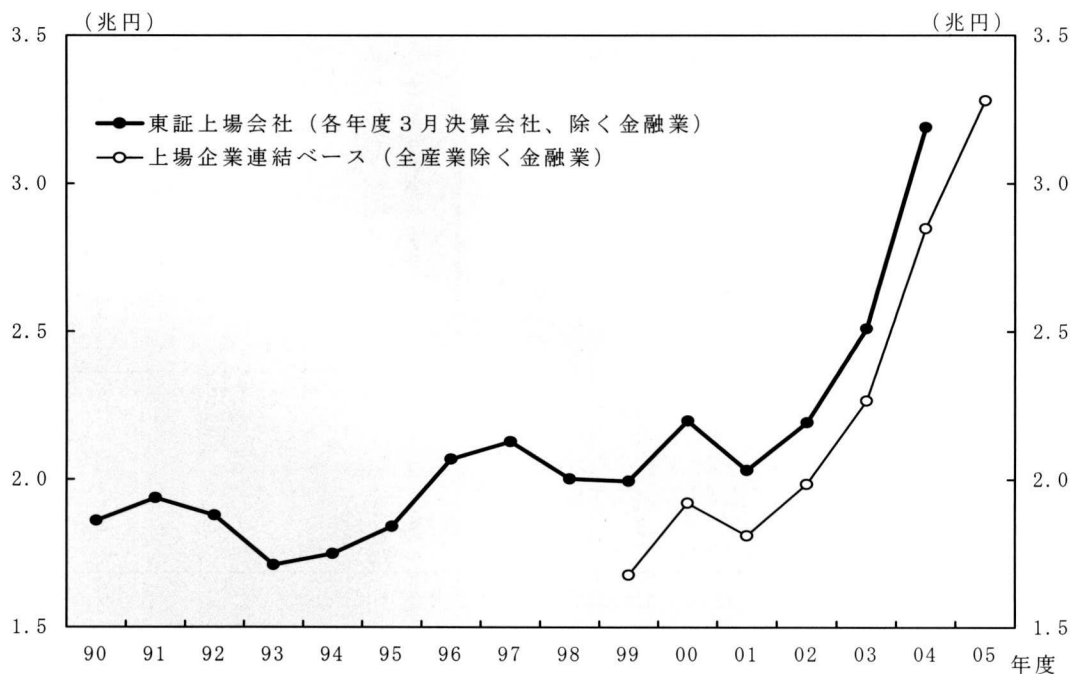


(2) 今後3年間の設備投資見通し(年平均伸び率)



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(図表 34) 企業の配当支払額



- (注) 1. 東証上場会社の値は、各年度末時点で東京証券取引所に上場している3月期決算会社の集計値(2004年度末は1,555社)。  
 2. 上場企業連結ベースの調査時点は2005年6月(2004年度の数字はその時点での見込み)。上場・公開企業345社(製造業217社、非製造業128社)が対象。2005年度の値は、各社の予想値(それが利用可能でない場合には「東洋経済」による予想値)を集計したもの(2005年6月時点)。

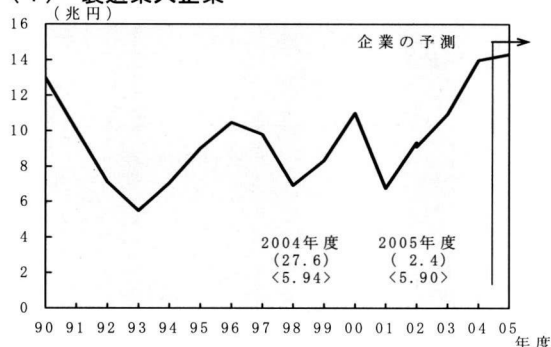
(資料) 東京証券取引所、野村證券

内需が底堅さを増していく中で、IT関連分野や輸出面での調整圧力も次第に減じてきているため<sup>(注31)</sup>、2005年度も、増益率はかなり鈍化するにせよ、高水準の収益が維持される可能性は高い。日銀短観をみても、2005年度の経常利益は、既に高水準に達している前年度を、全体としてみればさらに幾分上回る予想となっている(図表35)。例えば、製造業大企業の売上高経常利益率は、2004年度に5.94%と、従来の

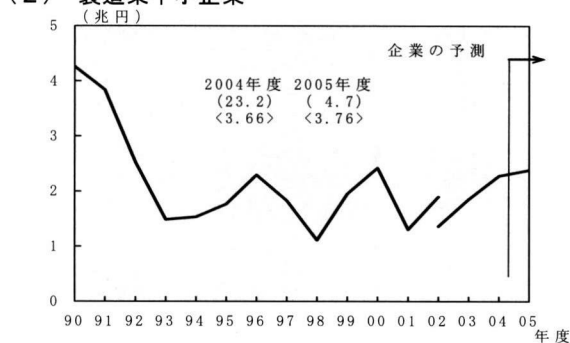
最高であった1989年度の5.75%を超えたが、2005年度も小幅の増収増益により、2年連続でバブル期のピークを超える見通しとなっている<sup>(注32)</sup>。このようにみえてくると、最近では企業収益の増加ペースこそ鈍ってきているが、内需と企業収益が相互に好影響を与え合う自律的なメカニズムは、徐々にではあるが、むしろしっかりしてきているように思われる。

(図表35) 経常利益の見通し

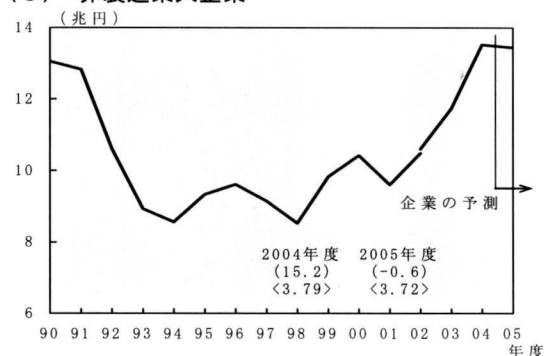
(1) 製造業大企業



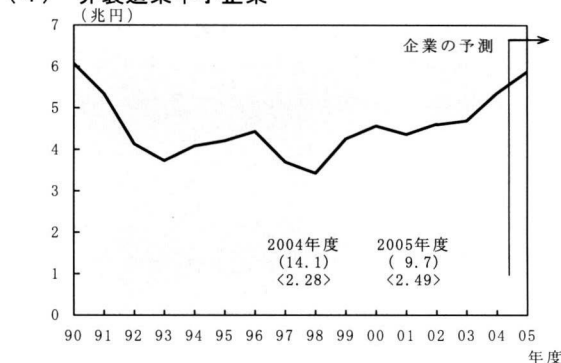
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業



(注) 1. 2002年度の非連続については図表26の脚注を参照。  
 2. 旧ベース大企業：常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。  
 旧ベース中小企業：常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。  
 新ベース大企業：資本金10億円以上の企業が対象。  
 新ベース中小企業：資本金2,000万円以上1億円未満の企業が対象。  
 3. ( )内は経常利益前年度比(%)、< >内は売上高経常利益率(%)。  
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(2005年6月)

(注31) この点、昨年後半から今年前半にかけては、IT関連分野の調整と中国の対外アプソーブションの低下を背景として、日本だけでなく米国や東アジアでも、軽度の在庫調整を伴って、製造業部門の活動に幾分弱さがみられた。しかし、ごく最近では米国における製造業関連指標の改善やハイテク企業の好決算、NIEsでの輸出の回復など、世界的にミニ調整局面から脱する動きがみられる。

(注32) 本調査は6月調査であるため、夏以降一段と上昇した原油価格の悪影響を十分に織り込み切れていない可能性が高い。しかし他方で、製造業大企業が事業計画の前提としている想定為替レートは、103.95円とかなり円高に見積もられており、その面では上方修正の余地を残した収益計画であるとみることできる。

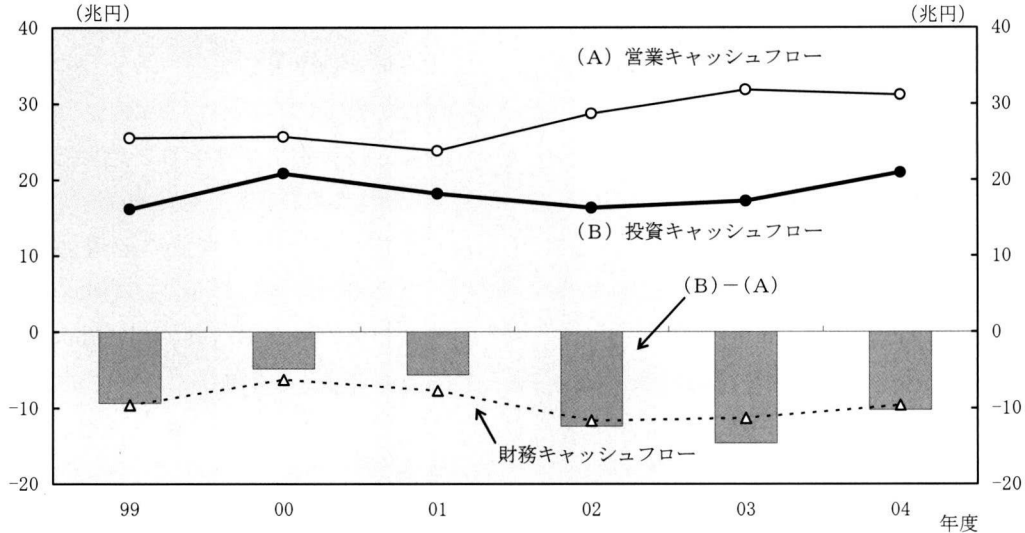
(キャッシュフローにみられる企業行動の変化)

潤沢なキャッシュフローとの比較でみると、企業の支出行動はなお慎重なものにとどまっている。しかし、上述したように、様々な環境変

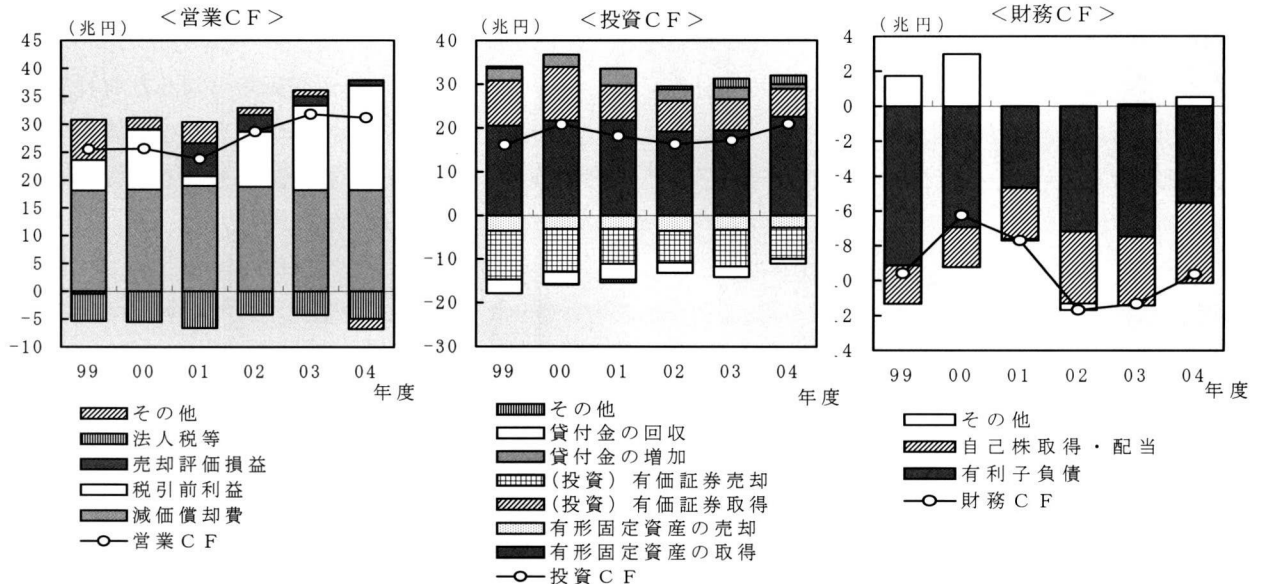
化の中で、企業行動に次第に前向きの要素が出てきていることも事実である。この点を、上場企業の連結キャッシュフロー計算書で確かめてみよう(図表36) (注33)。

(図表 36) 企業のキャッシュフロー

(1) 全体像



(2) 各キャッシュフローの内容



(注) 1999年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成している東証1部上場の非金融事業法人(電力・ガス・ノンバンク除く)1,072社が対象。

(資料) 日経 Financial QUEST

(注33) データが存在するのは、キャッシュフロー計算書の開示が義務付けられた1999年度分からである。

第一に、通常の企業活動から生み出される「営業キャッシュフロー」をみると、2004年度は高水準ながら頭打ちとなった。税引き前利益が増加を続けたにもかかわらず、営業キャッシュフローが頭打ちとなったのは、法人税等の支払いが幾分増加したことによる面もあるが、より基本的には、「その他」に分類されている運転資金が、前年までの減少から2004年度は増加に転じたためである。すなわち、営業キャッシュフローの段階だけでみても、資金の節約から資金の活用へと、企業行動は幾分変化してきているようにうかがわれる。

第二に、より重要な変化として、設備投資等の動きを反映する「投資キャッシュフロー」が、2004年度はある程度はつきりと上向いた。以上の結果、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの差額をみると、2004年度もなおかなりの資金余剰となっていることに変わりはないが、その幅は前二年度に比べてやや縮小した。

第三に、資金余剰に対応して財務面でどのような変化が生じたかを示す「財務キャッシュフロー」の内訳をみると<sup>(注34)</sup>、2004年度は、有利子負債のネット返済額が圧縮される一方、自己株取得や配当といった株主への資金還元は幾分増加した<sup>(注35)</sup>。

さらに、この財務キャッシュフローの動きを企業の格付け別にみると(図表37)、AA格以上の企業については、これまでも営業キャッシュフローにほぼ見合う投資活動が行われていて、有利子負債のネット返済額は小幅であり、

過剰債務はもともと大きな問題ではなかったことがうかがわれる。そうしたもとの、収益が増加した2002年度以降は、株主への資金還元が拡大する一方で、有利子負債については、2003年度以降ネット借入に転じるといった逆方向の動きとなっている。このように、財務体質が良好なこの企業グループにおいては、レバレッジ(=負債比率)の上昇に寄与するような財務行動もみられ始めている。

他方、投資適格ぎりぎりとされるBBB格の企業では、2004年度でも営業キャッシュフローの6割以上が有利子負債の返済に回されている。このカテゴリーの企業に関する限り、過剰債務が今なお、支出活動の制約要因として作用している可能性がある。

そして、両者の中間であるA格の企業では、2004年度に有利子負債のネット返済額が圧縮され、収益が投資に回される度合いが高まっており、企業部門全体の傾向が端的に表れている。

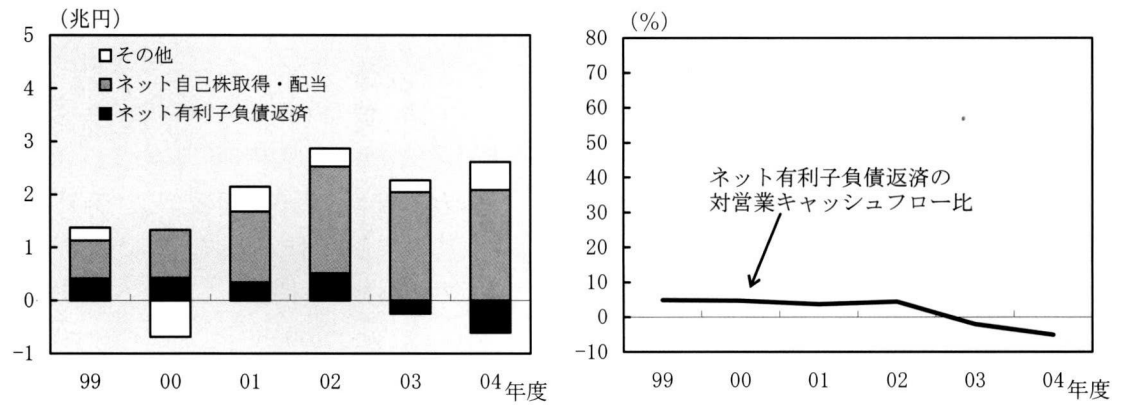
このように企業の格付けによって、財務戦略にはかなりの違いがあるが、全体としては、1997～1998年の金融危機以降顕著となった有利子負債削減、負債/資本比率引き下げを最優先する姿勢から、将来の収益の源泉となる投資や株主への資金還元にも目配りする方向へと、企業行動は変化しつつある。潤沢なキャッシュフローと比べて、投資の規模がなお抑制されている中での変化ではあるが、最近における株主重視のコーポレートガバナンスの動きとも整合的な変化が、起こり始めていると考えられる。

(注34) 図表36(1)で、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの差額は、財務キャッシュフローと完全には一致していないが、この乖離分は手元資金の増減を表す。2003年度は両者の乖離が比較的大きく、手元資金が積み上がったことが示されているが、2004年度はそうした乖離がほとんどなくなっており、手元資金の増加にも歯止めがかかってきたことがわかる。

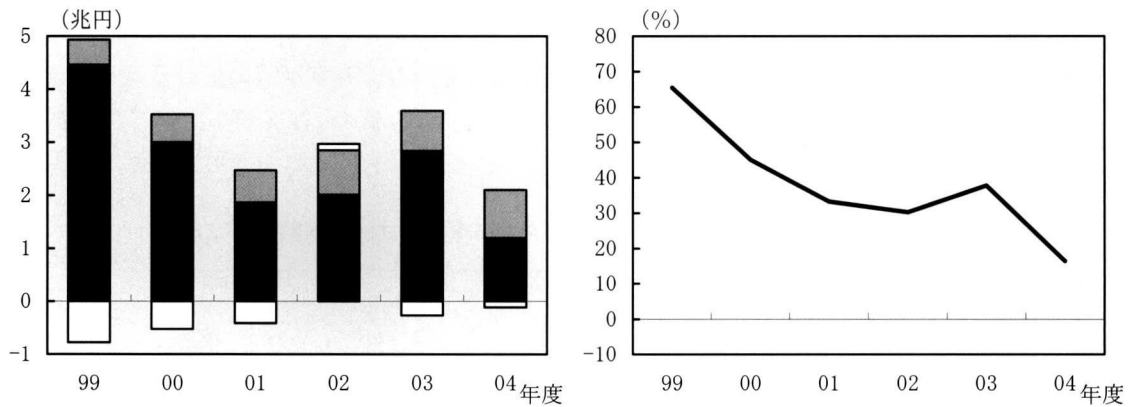
(注35) ここでみている2004年度中のキャッシュフローに反映されている配当は、2004年度中に利益処分が確定した分(基本的には2003年度決算分)であり、2005年度に支払われる配当額はさらに増加する予想となっている(前掲図表34)。

(図表 37) 格付け別にみた財務キャッシュフローの動き

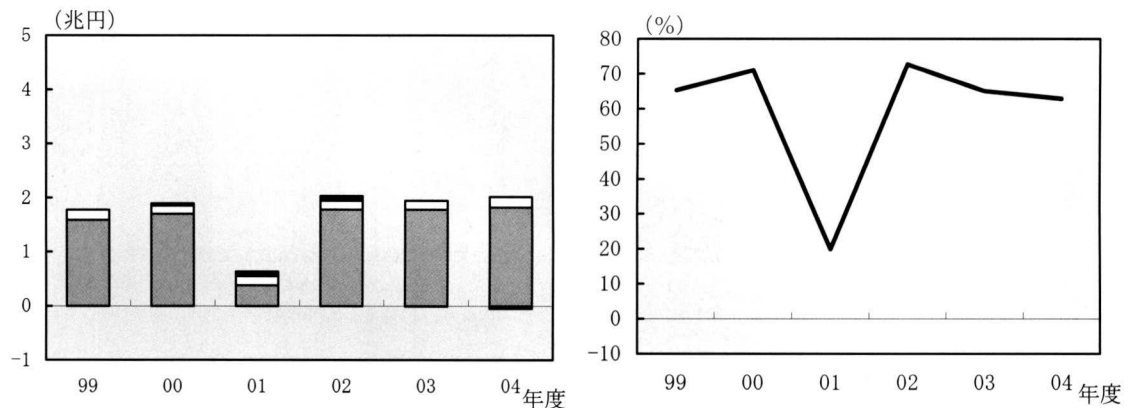
(1) AA格以上 (49 社)



(2) A格 (151 社)



(3) BBB格 (127 社)



(注) 1999年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成しており、かつ2005年7月末時点でR & I 格付けを有する東証1部上場の非金融事業法人(電力・ガス・ノンバンク除く)342社が対象。2004年度時点の格付けで分類。

(資料) 日経 Financial QUEST



(より高い収益力とその持続性への期待)

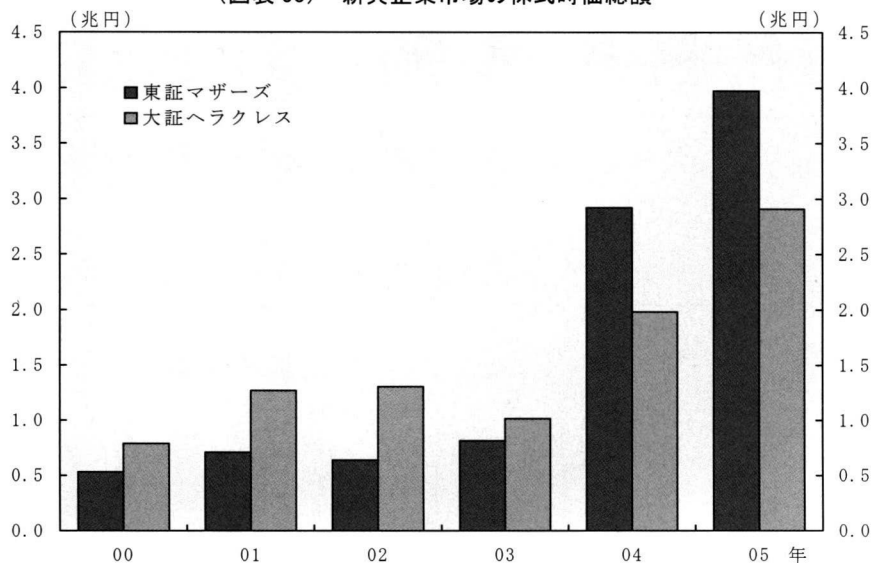
様々な角度からみてきたように、これまでに蓄積された高水準の企業収益が、前向きの企業行動を生み出し、それが再び企業収益を支えていくという好循環は、徐々にではあるが形成されつつある。東証マザーズや大証ヘラクレスといった、新興企業を対象とする株式市場の時価総額が、この2年間で大幅に増加するなど、成長企業の存在感も次第に増してきている(図表38)<sup>(注36)</sup>。多額の不良債権など各種の不均衡が是正されてきたことなどを背景に、バブル崩壊後10年以上にわたった長期低迷期を、日本経済は抜け出しつつあるのかもしれない。しかし同時に、日本経済はなお、以下のような重い課題に直面している。

第一に、少子高齢化が加速していく。日本の総人口は、2007年から減少すると予想されてい

る。とくに、労働力の中核をなす20～64歳の人口は、過去数年間で既に微減に転じており、2010年代には年平均1%程度のペースで減少すると予測されている。このような中核年齢人口の減少は、他の条件が変わらなければ、国内需要および労働供給の両面において、日本経済の成長力を低下させる要因となる。高齢化に伴う医療費や年金給付の増大を、誰がどのように負担するのかという問題も、解決されていない<sup>(注37)</sup>。

第二に、1990年代以降の景気対策等で膨らんだ財政赤字の問題がある。プライマリーバランス(国債利払いを除いた財政収支)の赤字は、2002年度以降その拡大に歯止めはかかったが、名目GDPの5%程度となお大きな赤字となっている。赤字が続いているために、2003年度末でGDPの170%前後に達した政府債務残高は、今後もしばらく高まり続けるとみられる。

(図表38) 新興企業市場の株式時価総額



(注) 毎月末値の平均値。2000年のヘラクレスは6～12月の、2005年は1～7月の平均。

(資料) 東京証券取引所、大阪証券取引所

(注36) これらの時価総額の規模は、例えば東証1部上場企業の時価総額が400兆円程度であることを考えると、なおかなり小さい。しかし、その成長性は注目される。

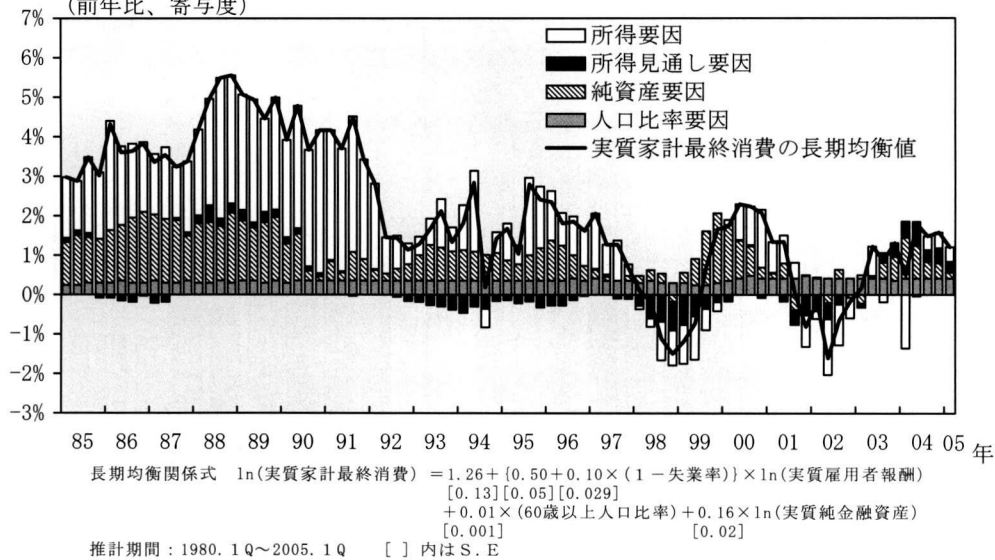
(注37) この問題について幅広い視点から論じたものとしては、例えば、「わが国の人口動態がマクロ経済に及ぼす影響について」(『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』神津多可思・佐藤嘉子・稲田将一、2003年9月)を参照。

これらの問題の大きさを考えると、税やネット社会保険料など家計の公的負担が増加していくことは、やや長い目でみて避けられそうにない。国民負担の増加に耐えうるだけ、雇用者所得や金融資産に対するリターンが十分に生み出されるかどうかは、日本企業の今後の活力が鍵を握っている。とくに、労働力人口が減少していく長期で考えると、企業の収益力が金融資産を通じて家計へと波及していくルートが、次第

に重要性を増していく可能性がある。ちなみに、長期的にみて、個人消費がどのような変数と安定的な関係にあるかを推計してみると（図表 39（1））、実質雇用者報酬と実質純金融資産は、ともに統計的に有意となる。そのうち実質純金融資産は、強く株価の影響を受けることは言うまでもない（図表 39（2））。長い目でみれば、企業価値の増大が、家計の経済活動を支える重要なファクターとなる。

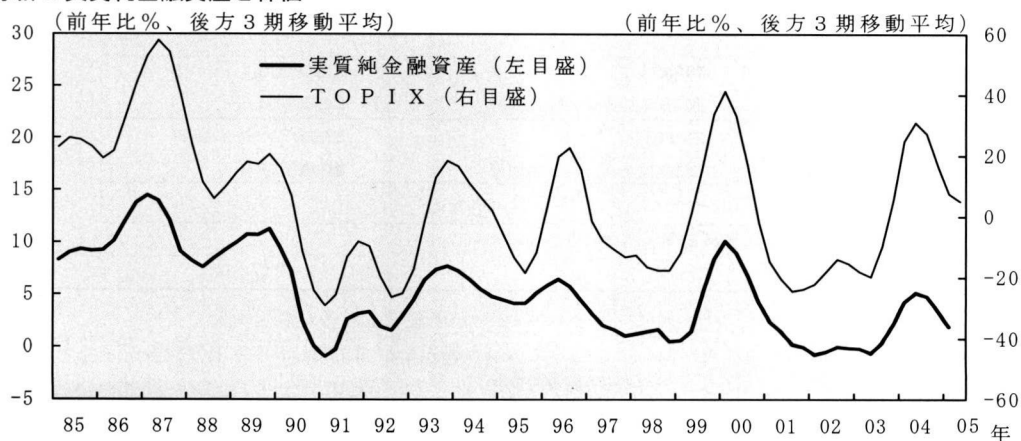
（図表 39） 個人消費の資産効果

（1） 個人消費長期均衡値の要因分解  
（前年比、寄与度）



（注）労働所得の先行き見通しの代理変数として、就業率（=1-失業率）と実質雇用者報酬のクロス項を用いた。

（2） 家計の実質純金融資産と株価

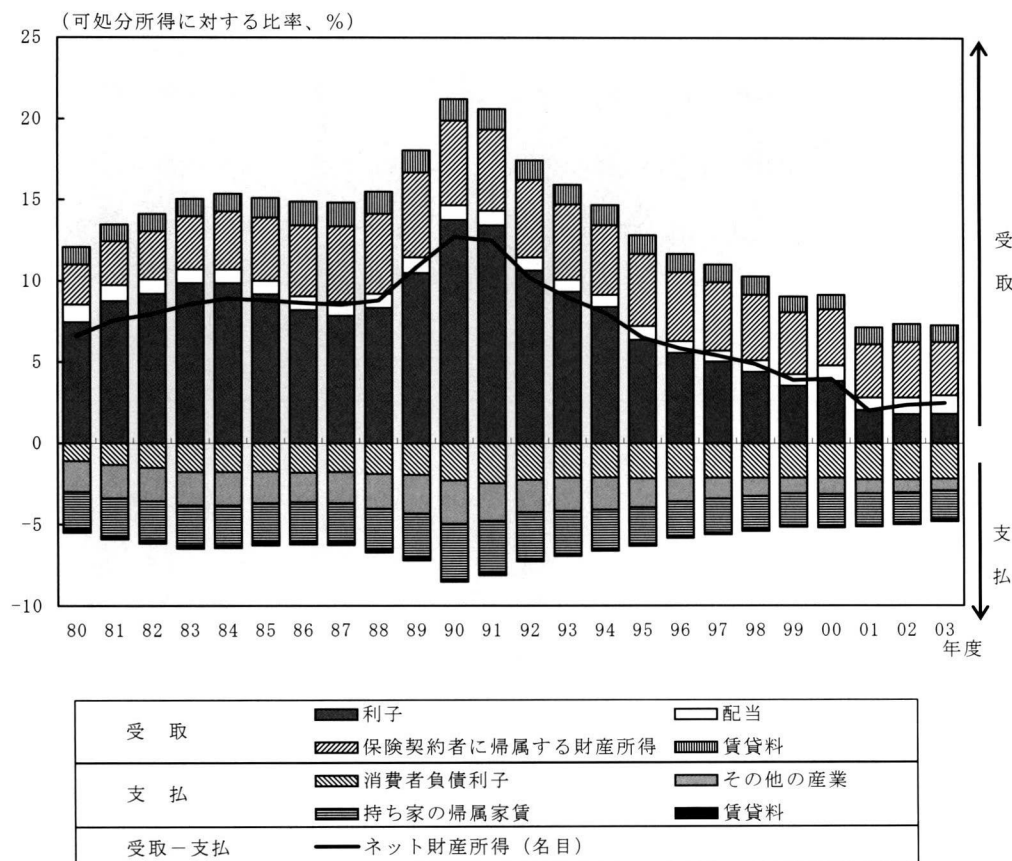


（資料）内閣府「国民経済計算」、総務省「人口推計」、日本銀行「資金循環統計」等

確かに、企業から家計への所得波及が、足もと次第に明確になりつつあることは前述のとおりであるが、その強さの評価ということになると、雇用者所得の増加テンポはなお緩やかなものにとどまっている。企業が支払う配当も増加してはいるが、国民経済計算ベースのデータが判明している 2003 年度の状況から推測する限り、家計の可処分所得に占める配当の割合は現時点でもかなり低いとみられる(図表 40) (注 38)。

低金利が長く続き、財産所得全体が大幅に減少したままであるのも、元をただせば、ある程度高い資金調達コストを払いながらも収益を確保していけるだけの力が、企業部門全体としてなお不足しているためでもある。株価も、ごく最近でこそ幾分上昇しているが、日本企業の中長期的な収益力がはっきりと上向いたかどうかについて、市場が強い自信を持つには至っていないようにうかがわれる。

(図表 40) 家計のネット財産所得



(資料) 内閣府「国民経済計算」

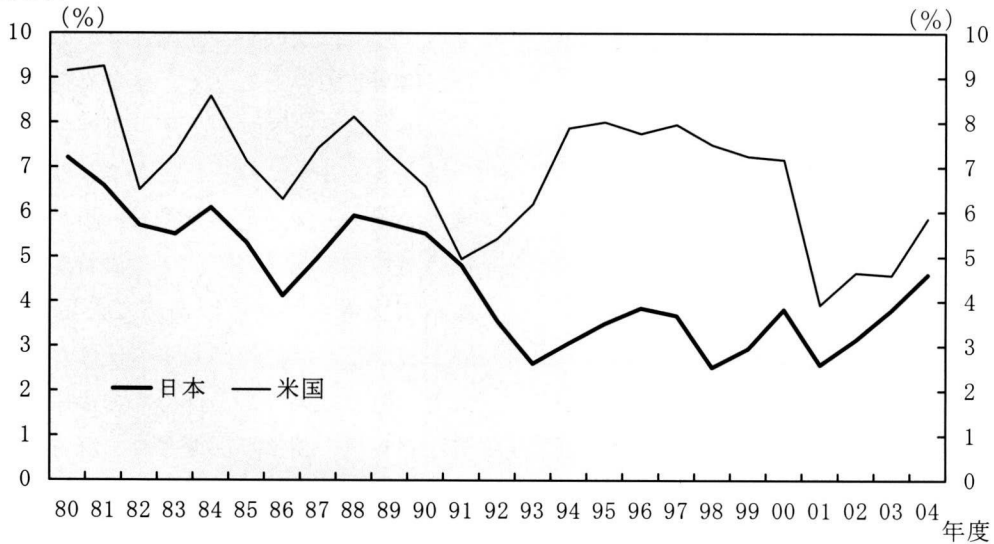
(注 38) もちろん、家計が受け取る配当所得が少ないのは、家計の金融資産の多くが現預金で占められていて、株式のウェイトが低いことに、基本的な理由がある。ちなみに、資金循環統計で 2005 年 3 月末の状況をみると、現金・預金が家計金融資産の 54.8%と過半を占めており、株式・出資金と投資信託の割合は 11.3%に過ぎない。米国では、前者が 13.2%、後者が 46.6%と完全に逆である。家計が株式やその関連金融商品を保有しやすい環境の整備を進めていくことも、重要である。

日本企業の収益力を、グローバルな投資尺度として関心を持たれることが多いROAやROEでみると、2004年度は、過去2回のピークを上回る水準まで回復した（図表 41）（注 39）。

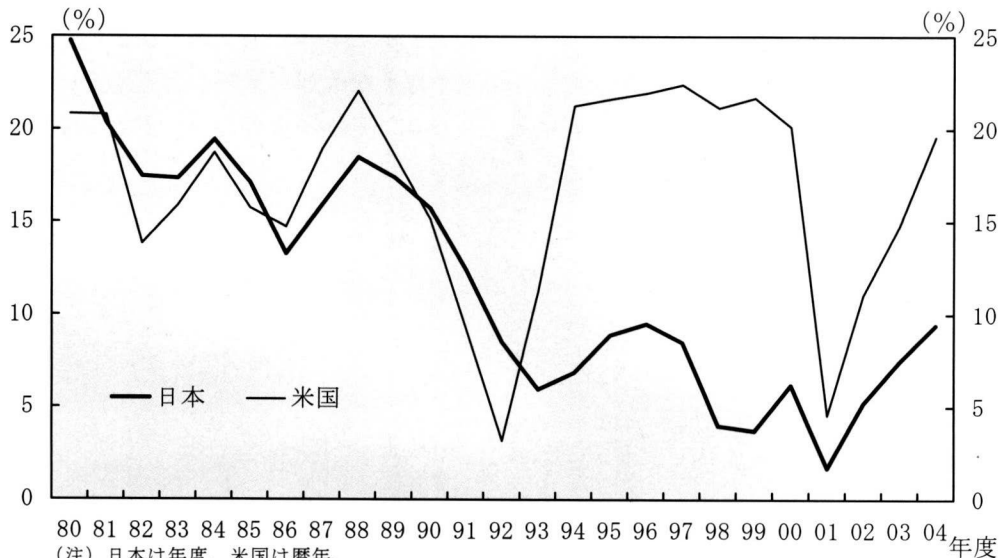
しかしこの水準は、高い経済成長と株価の上昇トレンドが好循環を形成した1990年代の米国に比べれば、なおかなり低い。

（図表 41） 利益率の日米比較（製造業）

（1） ROA



（2） ROE



（注）日本は年度、米国は暦年。

ROA（日本）＝営業利益／総資産

ROA（米国）＝Income from Operations／Total assets

ROE（日本）＝税引き前当期利益／総資本

ROE（米国）＝Income(or Loss) before income taxes／Stockholders' equity

（資料）財務省「法人企業統計年報」、U.S. Department of Commerce "Quarterly Financial Report"

（注 39）ここでは、日米の比較が行いやすい製造業を対象にしている。

企業が長期間にわたり、平均的にみて高い収益を生み出し続けるためには、不採算部門の絶えざる見直しと、高い収益が期待できる分野への機動的な挑戦が欠かせない。企業価値の増大には、効率だけではなく成長も必要である。少子高齢化で国内市場の拡大テンポに限りがある以上、グローバル市場を成長の源泉とする経営戦略は、すべての企業ではないにせよ多くの企業にとって重要な要素になりつつある。しかしそこは、グローバル・ビジネスを展開する他国の企業との熾烈な競争の場でもあり、変化する環境の見きわめとそれに応じた戦略の修正には、経営のスピードが要求される。

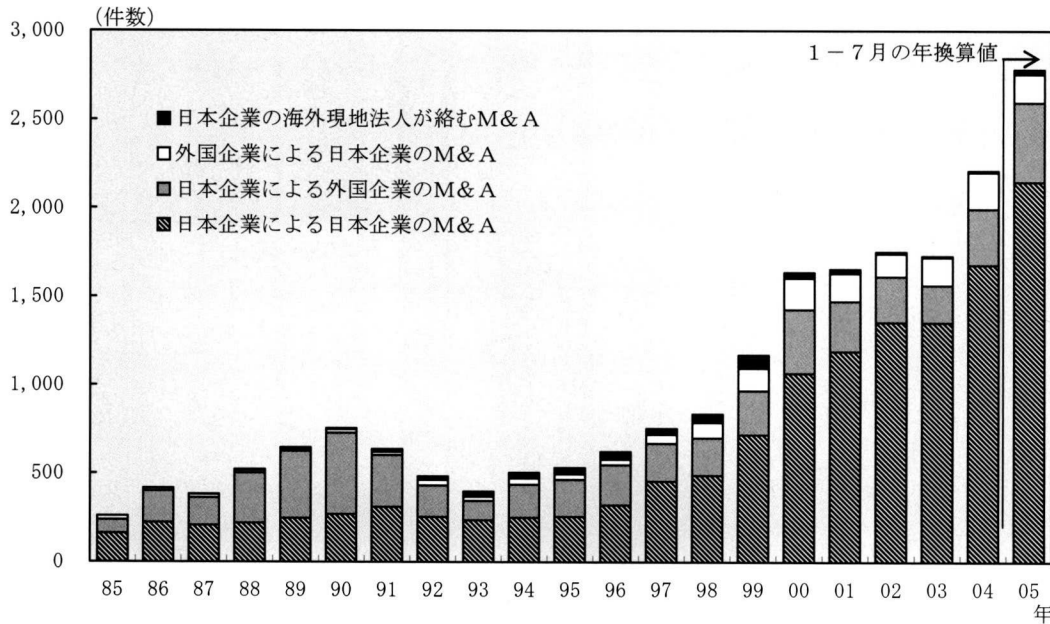
そうしたダイナミックな資源配分を実現していくには、例えばM&A（企業の合併・買収）も有効な手法の一つである。実際、日本企業が絡む合併や買収（M&A）の件数をみると（図表42（1））、税制や法制の整備が進められた2000年前後にいったんかなり増加した後、ここ1～2年で再び増加している。もっとも、これまでのM&Aには、経営難に陥ってから窮余の策として実施されたものや、含み益の活用など会計技術的な動機に基づくものも少なくなかった。また、M&Aの総額を名目GDPに対する

比率で他国と比較すると（図表42（2））、日本はドイツとはほぼ肩を並べているが、フランス、米国、英国などには遠く及ばない。2006年度から新会社法が施行され、会計面でも透明度の高い基準が適用されるようになるなど、制度面の整備がさらに進められていく予定である。もちろんM&Aにはリスクもあり海外でも成功例ばかりではないが、M&Aないしその潜在機会が増大していくことで、企業価値を巡る健全な競争が高まっていくことが期待される。

過去2～3年にみられた企業収益の大幅な改善は、企業の強い危機意識と、折しも急速に好転した外部環境という、二つの特別な条件が重なって実現された面があることは否定できない。しかし、仮に何がしかの僥倖があったとしても、その結果である部分も含めて、債務の返済など各種の調整が加速され、経営の自由度が高まったことの持つ意味は大きい。この期を逃さず今後2～3年、日本企業がその収益力を高めるモメンタムを維持ないしさらに強めていけるか、またそうした企業の潜在的な活力を引き出す様々な改革が進むかどうかは、日本経済の先行きにとって重要な分岐点となる可能性があるだろう。

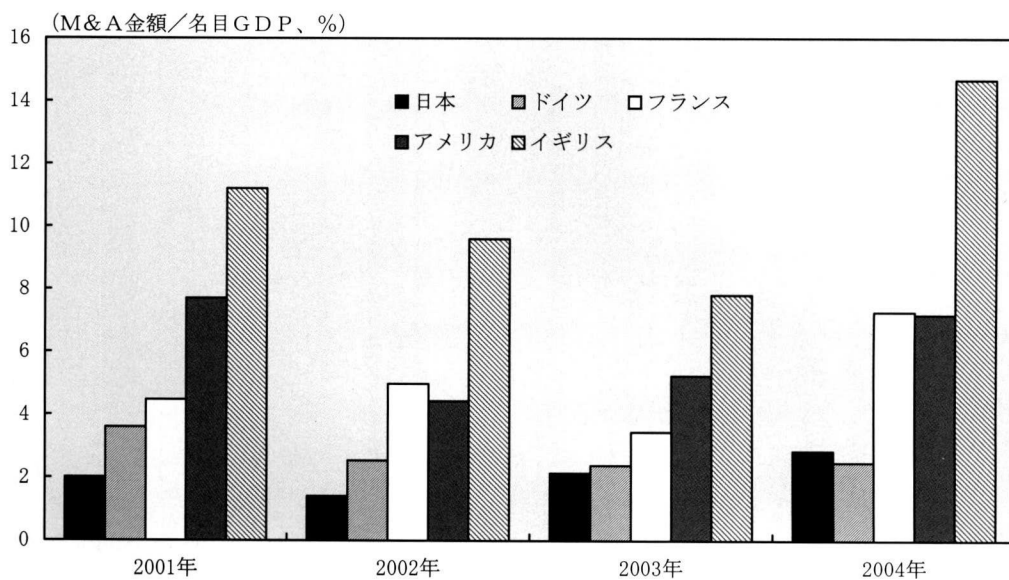
(図表 42) M & A の国際比較

(1) M & A 件数の推移



(注) グループ内再編は含まず。金融機関関連を含む。2005年は1-7月の年換算値。

(2) M & A 金額の国際比較



(注) 1. 名目GDPは購買力平価(PPP)に基づくIMF公表値を用いた。  
 2. M&A金額の集計対象となるのは、合併、買収、市場を介さない少数株持ち分の株式取得、及びデット・リストラクチャリング案件。  
 3. 自社株買い案件は含まない。

(資料) レコフ、トムソンフィナンシャル