

資料**最近の企業経営動向について****—「57年度主要企業経営分析」結果—****〔要 旨〕**

1. 「57年度主要企業経営分析」によると、57年度の経常利益は製造業、非製造業とも引続き低迷を余儀なくされた。これには、56年秋以降の景気再調整による売上げ停滞から固定費負担が上昇したことが大きく響いているが、このほか素材業種では為替円安化等による交易条件の再悪化も収益悪化に拍車をかける要因となった。
2. しかし、第2次石油危機後の動きをやや長い目で振り返ってみると、企業のコスト構造を集約的に示す損益分岐点は総じて安定的に推移しており、こうした事情に支えられて、収益の悪化度合いは第1次石油危機後の不況期に比べれば格段に緩やかなものにとどまった。企業のコスト削減努力(投入原単位や借入依存度の引下げ)の進展に加え、労働分配率の落ち着き(労働生産性の伸び悩みに対応して賃金上昇率も鈍化)がその基本的な背景であったといえよう。ただ、業種別に見ると、素材業種では交易条件悪化による付加価値率の引続く低下もあって労働生産性の停滞が著しく、これが加工業種との収益の跛行性をもたらすひとつの要因となった。
3. この間、企業財務面では、収益不芳や高水準の配当流出から内部留保の積み増しが鈍化したものの、在庫・設備投資の調整等を背景に借入金の伸びが大きく鈍化したことから、製造業の自己資本比率は加工業種を中心に57年度もさらに上昇した。このような自己資本比率の上昇に対応して製造業の金融資産対負債残高比率は引続き改善の途をたどった。こうした金融資産・負債バランスの改善は、この間における金利選好の強まりとも相まって金融収支の好転を促し、景気停滞長期化の下での企業収益を下支える要因になったとみられる。

〔目 次〕

- | | |
|-----------------|------------------|
| はじめに | (2) 労働分配率の安定的な動き |
| 1. 収益の悪化とその背景 | 3. 企業の財務内容の改善 |
| (1) 企業収益の低迷 | (1) 内部留保の積み増しは鈍化 |
| (2) 収益悪化の背景 | (2) 自己資本比率の上昇持続 |
| 2. 底固い企業のコスト構造 | (3) 金融収支の改善 |
| (1) 減量・合理化努力の進展 | |

はじめに

日本銀行調査統計局では昭和26年以降、わが国主要企業の財務データに基づいて「主要企業経営分析(注1)」をとりまとめ、公表している。この分析は、同じく当局が四半期毎に公表している「主要企業短期経済観測調査」に比較すると、発表時点がかなり遅れる反面、調査対象年度中における企業の収益構造やコスト面の動向、さらには企業財務の内容等について、より立入った分析を行いうる点の特徴である。このほど昭和57年度中の実績について計数のとりまとめを行ったので、その調査結果に即しつつ、最近の主要企業の経営動向について分析を試みることにした。

1. 収益の悪化とその背景

(1) 企業収益の低迷

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てみると(第1表)、56年度に6年振りの減益(前年度比-2.8%)となったあと、57年度についても-9.3%と前年度を上回る減益となった。これは、56年秋以降の輸出減退に端を発した景気再調整による売上げの停滞に加え、円安進行に伴う素材業種での交易条件再悪

(注1) 本調査は、資本金10億円以上の企業(金融保険業を除く)の中からおおむね当該業種の動向を反映するのに足りると認められる企業数を選定し(原則として日本銀行「主要企業短期経済観測調査」先と一致)、有価証券報告書に基づきとりまとめたものである。57年度の集計企業は515社(うち製造業349社、非製造業166社)であり、対象期間は57年度中に決算期が到来した企業の当該会計年度によっている。なお、本調査は昭和26年度に発足したあと、49年10月の商法改正に伴い50、51両年度分について一時中断していたが、52年度分から再開し(その際、新会計法規に基づく時系列データを41年度まで遡及)今日に至っている。

〔第1表〕

売上高、経常利益の推移

(前年度比増減(Δ)率%)

		48年度	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58年度 (予測)
製 造 業	売上高	28.2	24.5	1.3	13.5	5.0	2.9	17.5	15.4	6.7	1.5	1.6
	経常利益	67.4	Δ30.9	Δ67.9	216.7	3.7	24.1	52.5	6.7	Δ14.5	1.9	0.9
	除く石油精製	68.5	Δ28.2	Δ64.3	163.5	2.1	30.9	50.2	5.5	Δ 2.8	Δ 9.3	3.3
非 製 造 業	売上高	40.3	27.5	1.2	9.7	Δ 0.6	0.0	26.9	18.4	8.6	3.1	1.7
	経常利益	1.3	Δ 4.4	Δ 2.5	46.9	15.2	0.6	Δ34.8	182.4	Δ19.3	Δ 5.8	24.4
	除く電力	28.5	Δ21.3	Δ17.5	41.7	1.5	2.0	25.3	27.8	1.7	Δ 8.2	4.0

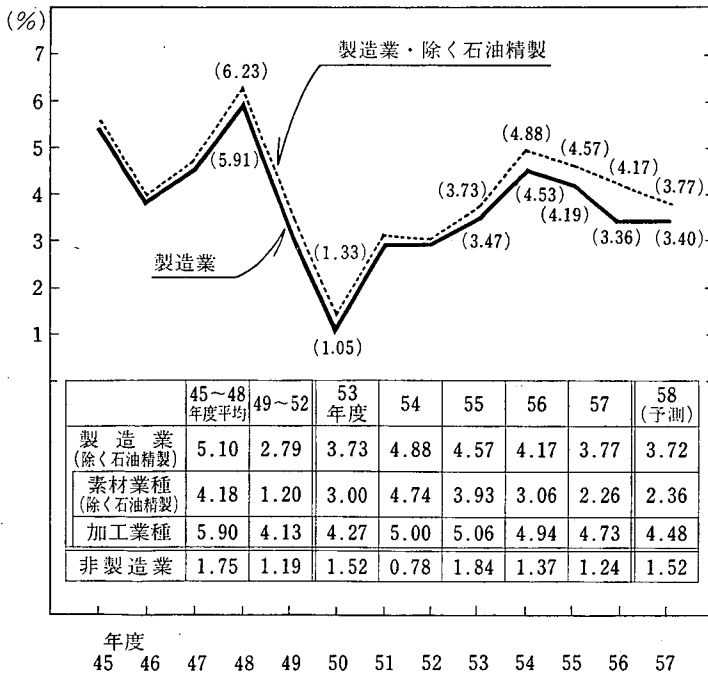
(注) 58年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(58年8月)による。

化が響いたものである。売上高経常利益率(除く石油精製)でも(第1図)、54年度(4.88%)をピークに57年度(3.77%)まで緩やかながら3年連続して低下を余儀なくされた。もっとも、58年度の経常利益については、「主要企業短期経済観測調査」(58年8月実施)によると、上期が横ばい圏内のあと下期にはかなり回復するものと見込まれている。この結果、年度間を通してみると前年度比小幅増益

(除く石油精製、+3.3%)となり、売上高経常利益率でもおおむね横ばいに転じる(同、57年度3.76%→58年度3.72%)予想となっている。

この間、業種別の動きをみると、第2次石油危機の影響を直接的に被り、しかもその後の売上げ停滞が著しかった鉄鋼、非

〔第1図〕 売上高経常利益率の推移



(注) 58年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(58年8月)による。

鉄金属、化合繊等を中心に素材業種部門は大幅減益(前年度比 -28.6%)を記録し(第2表)、売上高経常利益率も2.26%と最近時ピークの54年度(4.74%)のほぼ1/2の水準まで低下した。加工業種でも、56年秋以降の輸出減退が響いて57年度には50年度以来7年振りの小幅減益(前年度比 -1.1%)となり、売上高経常利益率も高水準ながら緩やかに低下した(55年度5.06%〈ピーク〉→56年度4.94%→57年度4.73%)。

なお、非製造業の経常利益は、56年度に主として電力や商社での悪化(為替円安等による輸入コストの増大が背景)を反映して大幅減益(前年度比 -19.3%)となったのに続いて、57年度も売上げ不振の著しい小売、海運を中心に2年連続の減益となった(同-5.8%)。

(2) 収益悪化の背景

こうした製造業(除く石油精製)の57年度の収益悪化の背景を売上高経常利益率の変動要因に即してみると(第3表)、固定費比率とくに人件費比率が上昇したこ

(第2表)

業種別経常利益の推移(製造業)

	53年度	54	55	56	57	58年度 (予測)
素材業種(除く石油精製)	172.6	90.7	△ 8.1	△ 20.6	△ 28.6	5.9
化 合 繊	(復益)	53.9	△ 31.1	3.5	△ 13.3	23.9
パ ル プ ・ 紙	9.3	85.3	△ 24.2	△ 51.2	171.7	26.9
化 学 (除く医薬品)	49.1	96.2	△ 19.7	△ 34.5	12.0	62.7
窯 業	85.2	30.9	△ 0.2	1.2	△ 15.5	1.7
鉄 鋼	645.9	104.3	1.0	△ 17.7	△ 72.8	(欠損)
非 鉄 金 属	(復益)	180.6	△ 20.6	△ 44.9	△ 28.3	59.8
石 油 精 製	△ 68.5	170.0	42.7	(欠損)	(復益)	△ 17.0
加工業種	3.7	29.7	15.6	7.6	△ 1.1	2.5
食 料 品	27.0	△ 21.2	27.4	△ 5.4	△ 6.4	18.8
一 般 機 械	11.1	47.3	25.3	△ 1.1	△ 2.3	△ 4.2
電 気 機 械	17.0	46.0	17.7	19.2	△ 2.1	10.0
自 動 車	△ 1.5	23.4	10.1	△ 1.3	5.3	△ 3.5
造 船	(欠損)	(復益)	706.4	105.0	△ 17.5	△ 21.2
精 密 機 械	26.3	37.3	33.1	△ 2.9	△ 11.8	△ 5.0

(注) 58年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(58年8月)による。

(第3表)

売上高経常利益率の変動要因(製造業・除く石油精製)

(単位・%、△印は減益要因)

		48→50年度	50→54年度	54→56年度	56→57年度	57→58年度 (予測)
売上高経常利益率		6.23→ 1.33	1.33→ 4.88	4.88→ 4.17	4.17→ 3.77	3.76→ 3.72
同上変化幅		△ 4.90	+ 3.55	△ 0.71	△ 0.40	△ 0.04
要因別 寄与度	変動費比率	△ 2.79	+ 0.34	△ 0.68	+ 0.12	+ 0.39
	交易条件	△ 2.87	△ 5.11	△ 2.73	△ 0.28	+ 0.30
	投入原単位	+ 1.48	+ 5.15	+ 3.03	+ 0.53	+ 0.17
	在庫品評価	△ 1.40	+ 0.30	△ 0.98	△ 0.13	△ 0.08
	固定費比率	△ 2.17	+ 3.27	△ 0.06	△ 0.54	△ 0.43
	人件費比率	△ 1.24	+ 1.54	+ 0.46	△ 0.41	+ 0.04
	金融費用比率	△ 1.17	+ 1.88	△ 0.10	+ 0.19	+ 0.10
	減価償却費比率	+ 0.10	+ 0.62	△ 0.05	△ 0.20	△ 0.29
	為替差損益比率	+ 0.06	△ 0.06	+ 0.03	+ 0.02	0.00

(注) 1. 57→58年度予測は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(58年8月)による。ただし、要因別寄与度は日本銀行調査統計局推計。

2. 変動費比率の要因分解は次式による。

S:売上高、V:変動費、P₁:投入価格、P₀:産出価格、Q₁:投入数量、Q₀:産出数量

π:在庫品評価調整額

$$\frac{V}{S} = \frac{P_1 Q_1 + \pi}{P_0 Q_0}$$

したがって

$$\Delta \frac{V}{S} = \left\{ \Delta \left(\frac{P_1}{P_0} \right) \cdot \frac{Q_1}{Q_0} \right\} + \left\{ \Delta \left(\frac{Q_1}{Q_0} \right) \cdot \frac{P_1}{P_0} \right\} + \Delta \left(\frac{\pi}{P_0 Q_0} \right)$$

(交易条件要因の逆数)(投入原単位要因)(在庫品評価要因)

なお、在庫品評価調整額(π)は次式により算出。

I_t: t期末の棚卸資産残高、D_t^e: t期末の在庫残高デフレーター、

D_t^a: t期中の在庫投資デフレーター(平均投入・産出価格)

$$\pi_t = (I_t - I_{t-1}) - \left(\frac{I_t}{D_t^e} - \frac{I_{t-1}}{D_{t-1}^e} \right) \cdot D_t^a$$

3. 投入・産出価格は日本銀行「製造業部門別投入・産出物価」による。

とが大きな要因となっている(人件費比率上昇による減益寄与度は売上高経常利益率の低下幅にほぼ等しい)。ただ、こうした固定費比率の上昇は専ら売上げ不振の影響によるものと考えられ、費用自体の伸び率は小幅にとどまっている。例えば人件費の伸び率は人員抑制、低率ベア等を映じてむしろ鈍化している(前年度比、56年度+7.9%→57年度+5.1%)。この間、変動費比率は、円安進行の影響(注2)等から交易条件が再び悪化したものの、引続き投入原単位の低下(原燃料や中間投入の節約進展)が進んで、これを相殺したため、小幅ながらもむしろ改善し収益下支え要因として寄与した。

なお業種別にみても(第4表)、素材、加工両業種ともに人件費比率の高まりが57年度減益の主な背景となっている。もっとも素材業種では、このほか交易条件の再悪化(円安進行下で投入価格が上昇する一方、製品価格は軟調持続)による変動費の増大も大きく、これが加工業種に比べ57年度の収益悪化を強める主因となった。

こうした収益悪化の背景を第1次石油危機後(48→50年度)および第2次石油危機後(54→56年度)と比較してみると(前掲第3表)、これらの時期の売上高経常利益率の低下は、いずれも石油危機による交易条件の大幅悪化を映じて変動費比率が大きく押し上げられたことが主因となっており、57年度とはかなり様相を異にしている。この間、固定費比率についてみると、第1次石油危機後には高度成長の余韻が残り、減量経営がなお定着していなかったこともあって大幅な上昇を示し収益悪化を拍車したが、第2次石油危機後の54年度から56年度においては、金融引締めによる金利上昇の影響から金融費用の負担はやや増大したものの、人件

(第4表)

素材、加工業種別の売上高経常利益率の変動要因

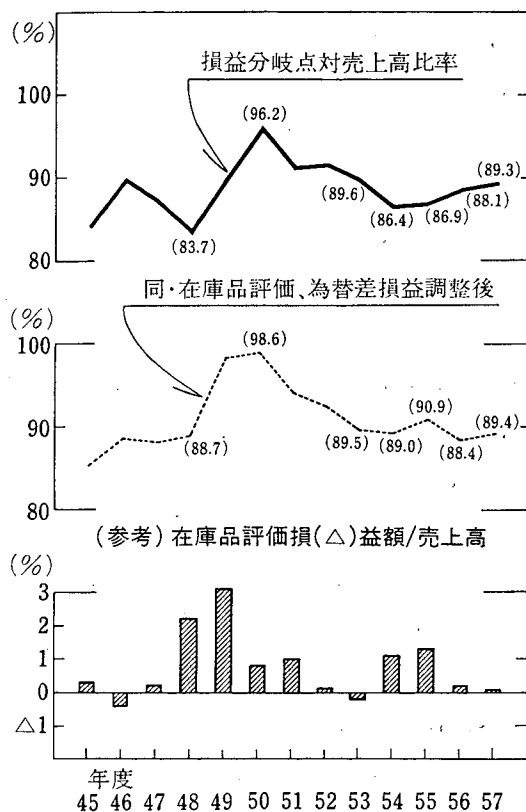
(単位・%、△印は減益要因)

		素材業種(除く石油精製)		加工業種	
		54年度→56年度	56年度→57年度	54年度→56年度	56年度→57年度
売上高経常利益率		4.74→3.06	3.06→2.26	5.00→4.94	4.94→4.73
同上変化幅		△ 1.68	△ 0.80	△ 0.06	△ 0.21
要因別 寄与度	変動費比率	△ 0.86	△ 0.50	△ 0.53	+ 0.51
	交易条件	△ 3.44	△ 0.58	△ 2.14	+ 0.06
	投入原単位	+ 4.44	+ 0.15	+ 1.71	+ 0.62
	在庫品評価	△ 1.86	△ 0.07	△ 0.10	△ 0.17
	固定費比率	△ 0.88	△ 0.51	+ 0.50	△ 0.65
	人件費比率	+ 0.06	△ 0.56	+ 0.82	△ 0.28
	金融費用比率	△ 0.47	+ 0.13	+ 0.03	+ 0.09
	減価償却費比率	+ 0.05	△ 0.15	△ 0.19	△ 0.29

- (注) 1. 収益変動要因には上記の変動費、固定費のほか為替差損益がある。
2. 変動費比率の要因分解は前掲第3表と同じ。

(注2) 為替相場の変動は様々なチャネルを通じて企業収益に影響を及ぼすと考えられるが、取り敢えずその影響を投入・産出価格に対するインパクト(具体的には輸出入価格への直接的なハネ返し、輸入コスト変動の国内製品価格への反映、さらには円ベース輸出採算の変化に伴う外貨建て輸出価格の見直し)に限ってみると、57年度の為替円安(年度平均で56年度比22.1円、8.9%円安)は製造業全体(含む石油精製)の経常利益を15%前後減少させたとの一応の試算結果が得られる。

(第2図) 損益分岐点の推移(製造業・除く石油精製)



- (注) 1. 損益分岐点对売上高比率

$$= \frac{\text{固定費比率} + \text{為替差損益比率}}{1 - \text{変動費比率}}$$
 同・在庫品評価、為替差損益調整後

$$= \frac{\text{固定費比率}}{1 - (\text{変動費比率} + \text{在庫品評価調整額比率})}$$
 2. 在庫品評価調整額の算出方法は前掲第3表に同じ。

高目のところにあるといえよう。こうした底固さはとくに加工業種で際立っているが、素材業種や非製造業についても程度の差こそあれ同様の動きとなっている。そこで次に、今次景気調整局面で企業収益がなお一応の水準を維持し得た背景を、企業のコスト構造および労働分配率の両面から、第1次石油危機後の時期と比較しつつやや長い目で検討しておくこととしよう。

(1) 減量・合理化努力の進展

企業のコスト構造を集約的に示すものとして損益分岐点の動きを売上高と対比してみると(第2図)、製造業(除く石油精製)では、50年度をピークに低下傾向をたどってきたあと、55年度以降57年度にかけては再び緩やかな上昇に転じてい

費比率の落ち着きに支えられて、固定費全体としては安定的に推移していたのが特徴である。

なお、先行き58年度については、前記「短期経済観測調査」によると売上げの緩やかな回復予想の下で固定費圧力は上期を中心になお尾を引くものの、原油価格の低下や製品市況の持直し等による交易条件の改善を背景に変動費比率がかなり低下し、これが収益悪化に歯止めをかけることが予測されている。

2. 底固い企業のコスト構造

このように企業収益の動きを売上高経常利益率でみると、55年度以降57年度まで景気停滞長期化の中でジリジリと悪化したが、第1次石油危機後の鋭角的な落込みに比べれば(前掲第1図)、その低下テンポは格段に緩やかなものにとどまっており、水準としてもなお

る。ただ、これには、前記のような固定費負担の上昇のほかに、物価の安定度合いが増す中で在庫品に係る評価益が漸次剥落し、その分変動費の上昇が上振れして現われ(注3)、表面上の損益分岐点を押し上げたという面がある。そこで、これを調整していわば実勢ベースの損益分岐点を算出してみると、54年度以降も達観すれば横ばい圏内の落ち着いた動きを続けている。

こうした企業のコスト構造の基調的な底固さは、ひとつにはやはり各企業での減量・合理化努力の進展を反映したものである。すなわち、54年度から57年度までの損益分岐点(在庫品評価等調整後)の動きを要因分解してみると(第5表)、投入原単位(単位当り生産量に要する原材料消費の割合)や借入依存度(金融負債残高の対売上高比率)の積極的な引下げが損益分岐点の低下に引続き大きく寄与(各-9.0%、-1.0%ポイント)しており、これが売上げ低迷による固定費圧力の高まりや交易条件悪化の影響(各+3.0%、+7.6%ポイント)をほぼ完全に吸収したかたちになっている。この点は、第1次石油危機後の時期に交易条件悪化や固定費負担増大の影響(各+7.8%、+4.7%ポイント)がそのままストレートに損益分岐点の大幅上昇(48年度88.7%→50年度98.6%)につながっていたのとは対照的といえよう。ちなみに投入原単位や借入依存度の動きを振り返ってみると、51年度頃からその低下が次第に目立ってきたが、第2次石油危機後の54年度以降もこうした動きは着実に進展をみている(48年度を100として、投入原単位は51年度94.1→57年度85.6、借入依存度は51年度106.0→57年度76.2)。このほか、今次景気調整下における損益分岐点の安定には、売上げ低迷による固定費圧力の上昇自体が比較的軽微にとどまっていたことも見逃せないが、これは、後記のような労働分配率の落ち着きによるところが大きかったとみられる。

(注3) 企業会計によると、変動費は当期の原材料仕入高等から在庫品の増加額(原材料在庫のほか、仕掛品および製品在庫を含む総在庫ベース)を差引いて算出される。したがって、変動費の動きは、在庫品増加額を算出する前提となる在庫品残高の評価方法によって大きな影響を受ける筋合いにある。主要企業では、在庫品評価の方法として総平均法(当期末の在庫品残高を前期末の在庫品残高に係るデフレーターと期中の平均投入・産出価格との加重平均値により評価)を採用している企業が多いが、その場合、期中の平均投入・産出価格で前期末および当期末の在庫品残高を評価して算出される、いわば実勢ベースの変動費とはかなりの乖離を生じる場合がある(この差額が在庫品評価損益額に相当)。例えば物価の低下局面では、総平均法の場合、期中平均価格法に比べ在庫品増加額が前期末の高値在庫の影響から過小に評価される(在庫品評価損の発生)結果、変動費が割高に現われることとなる(その分収益がスクィーズされるかたち)。したがって、企業のコスト構造をより実態に即してみるには、企業会計による変動費から在庫品評価損益を控除する必要がある(なお、在庫品評価の具体的な方法については第3表(注)を参照)。

(第5表)

損益分岐点の変動要因(製造業・除く石油精製)

(単位・%、△印は損益分岐点の低下要因)

		48→50年度	50→54年度	54→57年度
損益分岐点对売上高比率		88.7→98.6	98.6→89.0	89.0→89.4
同上変化幅		+ 9.9	△ 9.6	+ 0.4
要因別寄与度	投入原単位の低下	△ 3.9	△ 14.2	△ 9.0
	借入依存度の引下げ	+ 1.1	△ 3.1	△ 1.0
	雇用の削減	+ 0.1	△ 4.4	△ 0.2
	売上げ低迷等による固定費圧力の上昇	+ 4.7	△ 2.3	+ 3.0
	交易条件の悪化等	+ 7.8	+ 14.4	+ 7.6

(注) 1. 損益分岐点对売上高比率は在庫品評価、為替差損益調整後の計数による。

2. 損益分岐点对売上高比率の要因分解は次式による。

Y : 損益分岐点对売上高比率(在庫品評価、為替差損益調整後)

S : 売上高、P_i : 投入価格、P_o : 産出価格、Q_i : 投入数量、Q_o : 産出数量
w : 名目賃金、L : 雇員数、i : 借入金利、M : 借入金、R : その他固定費

V : 変動費、F : 固定費

$$Y = \frac{F}{S} / \left(1 - \frac{V}{S}\right) = \frac{wL + iM + R}{S} / \left(1 - \frac{P_i Q_i}{P_o Q_o}\right)$$

したがって、

$$\Delta Y = \left[\Delta L \cdot \frac{w}{S} + \Delta \left(\frac{M}{S}\right) \cdot i + \left\{ \Delta \left(\frac{1}{S}\right) \cdot (wL + R) + \Delta w \cdot \frac{L}{S} + \Delta i \cdot \frac{M}{S} + \Delta R \right\} \right.$$

(雇員数要因)(借入依存度要因)(固定費圧力要因)

$$\left. \frac{1}{S} \right] \times \frac{S}{S - V} + \left\{ \Delta \left(\frac{P_i}{P_o}\right) \cdot \left(\frac{Q_i}{Q_o}\right) + \Delta \left(\frac{Q_i}{Q_o}\right) \cdot \left(\frac{P_i}{P_o}\right) \right\} \times \frac{S}{S - V} \cdot \frac{F}{S - V}$$

(交易条件要因の逆数)(投入原単位数要因)

てジリジリと上昇した(55年度47.6%→57年度50.6%、第3図)。また非製造業でも、労働分配率が55年度を底にして57年度にかけては再び上昇をみている(55年度33.4%→57年度36.0%)。こうした労働分配率の上昇は、企業の期待成長率の低下とも相まって、企業の人員過剰感を再び高めることとなり(「主要企業短期経済観測調査」による雇員判断D.I.<製造業>、57年2月「過剰」超10%→58年2月同24%→8月同22%)、最近に至る雇用調整の動きのひとつの背景にもなっているとみられる。

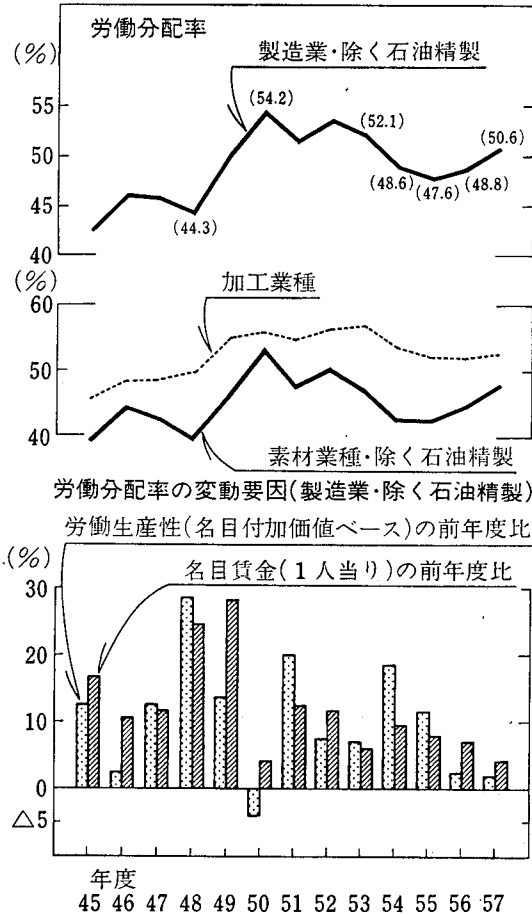
しかし、その上昇テンポを第1次石油危機後の時期と比較してみると、製造業では格段に緩やかであり(上昇幅は第1次石油危機後の時期の3分の1程度<48→50年度+9.9%ポイント、55→57年度+3.0%ポイント>)、水準としても製造業、非製造業ともに今次景気調整局面入り前の53年度を下回りなお低位にとどまっている。これは、労働生産性の伸び悩みに対応して賃金の上昇テンポも漸次低下し

(2) 労働分配率

の安定的な動き

そこで、付加価値の分配面をみると、製造業(除く石油精製)の労働分配率は、第2次石油危機後も55年度まで引続き緩やかに低下したあと(50年度54.2%<ピーク>→55年度47.6%<ボトム>)、56年度以降、売上げ低迷等を背景とした労働生産性の伸び悩みに伴っ

〔第3図〕 労働分配率の推移と変動要因



(注) 労働分配率 = $\frac{\text{人件費}}{\text{付加価値額}} = \frac{\text{1人当り賃金}}{\text{付加価値額}} \times \frac{\text{雇用者数}}{\text{(名目賃金)}}$ (労働生産性)

た結果、賃金と労働生産性とのバランスが第1次石油危機後の時期とは異なってきほど崩れなかったことによるものである(前掲第3図)。このように今次景気調整局面で労働分配率の急激な上昇が避けられたことも、前記のような減量・合理化努力の進展と相まって、企業のコスト構造を底固いものとし、収益の累積的な悪化を防いだ大きな背景になったといえよう。

ただ、製造業の動きを素材、加工業種別にみると(第6表)、その動向にはかなりの相違があるよううかがわれる。すなわち、加工業種では、労働生産性のスローダウンに見合った賃金の調整を映じて労働分配率が引続き安定した動きをたどっている(55年度51.8%→57年度52.6%)のに対し、素材業種(除く石油精製)においては、賃金の上昇率自体は56年度から57年度にかけて加工業種に比べても大きく低下したものの、労働生産性の著しい停滞(57年度はかなりのマイナスを記録)が労働分配率をかなり押し上げるかたち(55年度42.7%→57年度47.6%)になっている。素材業種におけるこのような労働生産性の停滞の原因としては、交易条件の引続く悪化傾向(販価の低迷と原材料費の高騰)から付加価値率(付加価値額/売上高)が第2次石油危機後57年度まで一貫して低下傾向をたどった(53年度26.7%→57年度24.4%)ことも指摘されるよう(この間、加工業種の付加価値率はおおむね横ばいの水準を維持<同23.4%→23.1%>)。収益面において素材業種と加工業種の間にかかなりの跛行性がみられるのも、ひとつにはこうした労働生産性動向の格差を反映したものと考えられる。

た結果、賃金と労働生産性とのバランスが第1次石油危機後の時期とは異なってきほど崩れなかったことによるものである(前掲第3図)。このように今次景気調整局面で労働分配率の急激な上昇が避けられたことも、前記のような減量・合理化努力の進展と相まって、企業のコスト構造を底固いものとし、収益の累積的な悪化を防いだ大きな背景になったといえよう。

ただ、製造業の動きを素材、加工業種別にみると(第6表)、その動向にはかなりの相違があるよううかがわれる。すなわち、加工業種では、労働生産性のスローダウンに見合った賃金の調整を映じて労働分配率が引続き安定した動きをたどっている(55年度51.8%→57年度52.6%)のに対し、素材業種(除く石油精製)においては、賃金の上昇率自体は56年度から57

(第6表)

業種別労働分配率の変動要因

(前年度比増減(Δ)率%)

		49~50年度 (年率換算)	51~53 (年率換算)	54	55	56	57
素材業種 (除油精製)	労働分配率の 前年度比変化率	15.8	Δ 3.8	Δ 9.4	0.2	4.7	6.5
	労働生産性 (名目付加価値ベース)	Δ 0.9	12.7	22.7	9.2	1.1	Δ 2.5
	名目賃金	14.8	8.3	11.4	9.3	5.9	3.7
加工業種	労働分配率の 前年度比変化率	5.8	0.5	Δ 4.6	Δ 3.5	0.4	1.2
	労働生産性 (名目付加価値ベース)	9.6	10.6	13.7	10.9	7.7	3.0
	名目賃金	15.9	11.2	8.0	7.5	8.0	4.4

3. 企業の財務内容の改善

一方、最近の企業経営を財務面からみると、前記のような収益不芳にもかかわらず、製造業では自己資本比率が57年度も引続き上昇するなど、財務内容の改善が着実に進展した点が大きな特徴といえよう。以下では、最近における自己資本比率上昇の背景および財務面からのその評価を検討したあと、自己資本比率上昇と対応して生じている金融資産・負債比率改善の動きをやや詳しくみることにしたい。

(1) 内部留保の積み増しは鈍化

まず、自己資本の主要な源泉となる内部留保の動きをみると(第7表)、積み増しテンポは製造業、非製造業とも56年度に大きく鈍化したあと、57年度も引続き緩やかなものにとどまっている。これは、基本的には収益自体が不芳であったことによるものであるが、配当流出が高水準を続けたこともその積み増しにブレーキをかけた要因とみられる。ちなみに、製造業における配当状況をみると、配当を据え置く先が引続き過半を占めており(配当据え置き企業数のウェイト、55年度 51.3%→56年度 56.9%→57年度 58.7%、なお額面資本金に対する配当率<試算>は55年度以降11%強の水準でおおむね横ばいを持続)、赤字企業を多く抱えていた非鉄金属、化学、石油精製等では配当原資捻出等のためかなりの資産処分益が計上されている。このように企業が総じて安定配当維持の姿勢を示しているの

(第7表)

内部留保の推移

(単位・億円)

		53年度	54	55	56	57	
製 造 業	内部留保増減(△)額	5,342	11,563	12,894	7,511	9,161	
	増 減 要 因	経常利益	23,220	35,454	37,830	32,350	33,119
		配当	△ 4,456	△ 5,026	△ 5,562	△ 5,846	△ 5,879
		資産処分益	1,599	477	508	1,654	1,560
		法人税等	△ 15,021	△ 19,342	△ 19,882	△ 20,647	△ 19,639
非製造業	内部留保増減(△)額	2,427	△ 85	7,599	3,526	1,664	

(注) 内部留保＝利益準備金＋その他の剰余金(旧特定引当金を含む)－配当金・役員賞与金

は、前記のようなコスト構造の底固き等に支えられ企業が当面の収益確保にある程度自信を抱いていたといった事情のほかに、時価発行増資が盛行する(50年度以降の株式による資金調達のうち時価発行増資のウェイトは約8割に上る)中で、株主への配慮が従来にも増して強く要請されてきていることもそのひとつの背景になっているとみられる。

(2) 自己資本比率の上昇持続

しかし、このような内部留保の積み増し鈍化にもかかわらず、製造業における自己資本比率(自己資本/総資本)は、51年度(18.4%)を底にして上向き傾向に転じたあと、57年度(24.1%)もかなり向上し、おおむね43年度の水準(24.6%)まで回復した(第8表)。業種別には、加工業種での上昇テンポが顕著である(51年度22.8%→57年度31.3%)が、素材業種でもなお低水準ながら徐々に高まりつつある

(第8表)

自己資本比率の推移

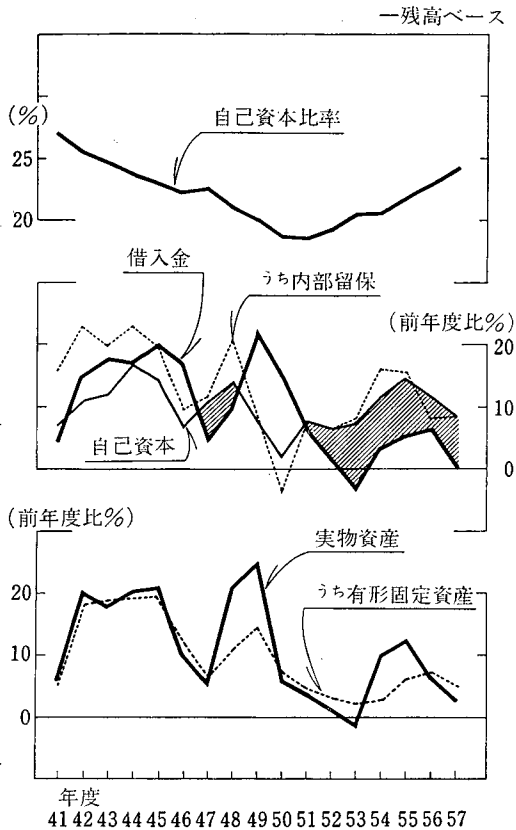
(単位・%)

	41年度	43	49	50	51	52	53	54	55	56	57
製造業	27.1	24.6	19.9	18.5	18.4	19.3	20.4	20.6	21.8	22.7	24.1
素材業種	26.3	23.8	17.4	15.6	15.0	15.2	16.0	15.7	16.5	16.4	17.0
加工業種	28.1	25.5	23.1	22.3	22.8	24.2	25.6	26.5	27.9	29.7	31.3
非製造業	20.3	17.7	12.8	12.6	12.3	13.2	13.7	12.5	13.4	13.6	13.4

(注) 自己資本比率＝ $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資本(自己資本+負債)}}$

なお、56年度以前の自己資本には57年10月の商法改正に伴い廃止された特定引当金を含む。

〔第4図〕 自己資本比率の変動要因(製造業)



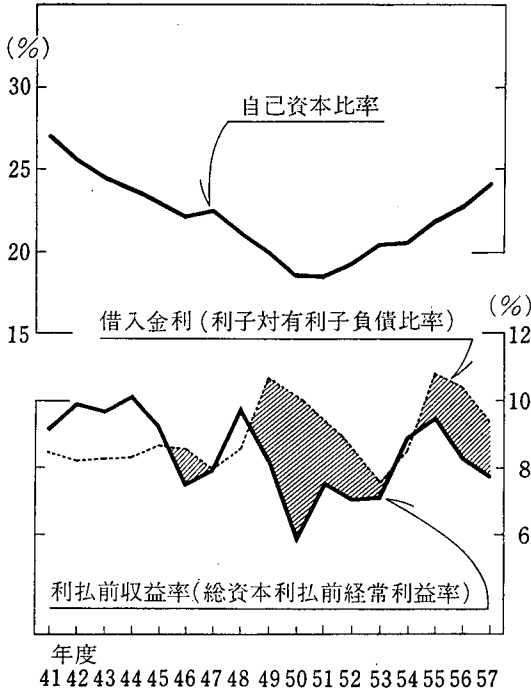
(注) 実物資産は棚卸資産と有形固定資産の合計。

もに、設備投資についても、生産活動の停滞長期化や大型投資一巡等の影響から57年度央以降は緩やかな調整局面に入った(設備投資前年度比、56年度+17.2%→57年度+0.1%)。こうした在庫・設備両面での投資調整の進展に伴って、企業の借入需要は大きく減退することとなった(残高前年比、56年度末+6.0%→57年度末-0.1%、第4図)。製造業における57年度の自己資本比率が内部留保の積み増し鈍化の中でお上昇を続けたのは、このような企業の投資活動の停滞とこれに伴う負債の増勢鈍化を反映した面が大きかったといえよう。なお中期的にみても、52年度以降自己資本の蓄積テンポ自体は振れを伴いながらもそれ以前の時期とさほど大きな変化がみられない(収益伸び悩みに伴う内部留保の積み増し鈍化を時価発行増資の盛行が下支え)のに対し、企業の期待成長率の低下等を背景とする実物資産とくに設備ストック(有形固定資産残高)の大幅な増勢鈍化等を映じて借入金の増加テンポは大きく低下しており、これに伴って自己資本比率が趨勢的に

(同15.0%→17.0%)。ただ、非製造業については、電力での高水準の設備投資等が響いて、53年度以降は上昇頭打ちで推移している。

こうした自己資本比率上昇の背景についてみると、まず内部留保とともに自己資本の源泉となっている増資の金額が、56年度から57年度にかけての時価発行増資盛行から増加し、これが自己資本比率上昇の一因となったことは見逃せない。しかし、それ以上に大きいのはむしろ負債サイドにおける借入金の増勢鈍化の影響であろう。すなわち、57年度においては、56年秋以降の輸出減退に触発されて在庫調整の動きが再び広範な業種で進行する(この結果、57年度の在庫投資は4年振りに純減)と

〔第5図〕
自己資本比率、収益率、借入金利の動向(製造業)



(注) 利払後収益率と自己資本比率との関係は次のとおり。

π : 利払後収益率(自己資本経常利益率)
 i : 借入金利(利子対有利子負債比率)
 r : 利払前収益率(総資本金利払前経常利益率)
 D : 有利子負債残高 E : 自己資本残高

$$\pi E = r(E+D) - iD$$

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

したがって、 $i > r$ の局面で π が高まるには $\frac{D}{E}$ が低下することが必要(なお、自己資本比率は $\frac{E}{E+D}$ であるので、 $\frac{D}{E}$ の低下は自己資本比率の上昇を意味する)。

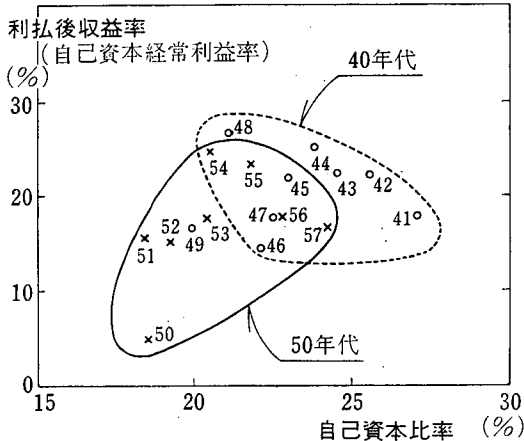
ることが、収益面からみる限り企業にとって合理的行動とみなされがちである。もとより、企業のこうした行動の底流には、石油危機発生後の局面における設備過剰感の強まりもあって高度成長期に比べ設備投資のインセンティブが著しく弱まったという事情があったことはいままでもない。以上のような状況の下では、企業の自己資本比率が高まれば、事後的には利払後の収益率が相対的に上昇することとなる(第5図(注)参照)。事実、製造業について自己資本比率と利払後の収

上昇をたどっていることが第4図からみてとれる。

ところで、このような自己資本比率の上昇は、ミクロの企業経営の面からはどのように評価されるのであろうか。高度成長が持続した第1次石油危機以前においては、企業の期待収益率が高く金利水準を上回っていたことから、借入れを増加させて実物投資を拡大することが、企業収益を増加させ企業自体の成長にもつなげる合理的な行動と考えられていた。しかし、第1次石油危機後、収益率の水準がそれ以前の時期に比べ低下する一方で、国債大量発行や海外金利高の影響等から借入金利の水準は総じて高どまりを示したため、借入金利が収益率(利払前)を上回る傾向が続いている(第5図)。このように借入金利の水準が収益率(利払前)を上回っている局面では、こうした関係が持続すると考えられている限り、内部留保と増資の範囲内で投資を行い、それによって借入金を抑制す

〔第6図〕

利払後収益率と自己資本比率との関係(製造業)



益率をやや長い目で振り返ってみると(第6図)、40年代には総じて自己資本比率が低い時期ほど利払後の収益率が高いという傾向がみられていたが、これに対し50年代に入ってから、達観すれば自己資本比率の上昇に並行して利払後の収益率も高まるというかたちに変ってきているよううかがわれる。もとより、これらは単に事後的な姿であり、現実の企業経営のうえでこうした事情がどの程度意

識されていたかは明らかでないが、ともかくも、借入金利と利払前収益率との逆転化がかなりの期間にわたって続いていた状況からすれば、自己資本比率の上昇により結果として企業の収益力が相対的に高められるかたちになったとみなすことはできよう。

ちなみに、この点について、素材業種と加工業種の間における収益の跛行性という観点から検証してみると、使用資本全体の収益性を示す利払前の総資本経常利益率については両業種間にさほど格差がみられないものの、利払後の自己資本経常利益率の段階になると素材業種の低さが際立つというかたちになっている(注4)。これには、加工業種に比べて素材業種の自己資本比率が低いという財務バランスの優劣が大きな影響を与えていると考えられる。

(3) 金融収支の改善

このような自己資本比率の上昇に対応して、製造業では金融資産対負債残高比率の上昇が目立っている(49年度 51.0%〈ボトム〉→57年度 66.8%、第7図)。と

(注4)

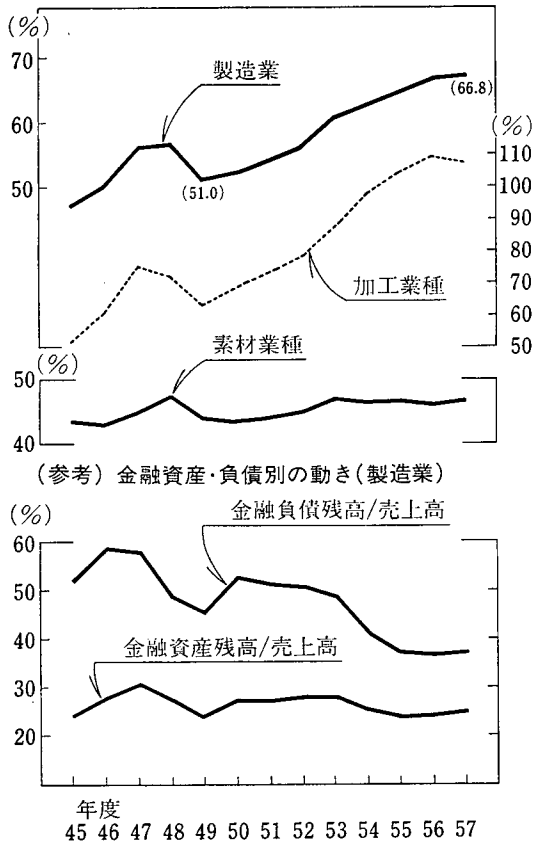
素材、加工業種間の収益の跛行性(54~57年度平均)

(単位、%)

	素材業種(A)	加工業種(B)	(A)-(B)
総資本利払前経常利益率	8.28	8.90	△ 0.62
自己資本経常利益率	18.02	22.23	△ 4.21
自己資本比率	16.4	28.9	

〔第7図〕

金融資産対負債残高比率の推移



くに加工業種では、55年度以降「資産超」に転化しており、57年度時点では対象企業(157社)のうち約4割が「資産超」を記録している(注5)。また素材業種でも、依然大幅な「負債超」ながら一頃に比べ幾分改善をみている。

こうした金融資産・負債バランスの改善は借入抑制、金融資産積み増しの両面によっているが、どちらかといえば借入抑制の寄与が大きく、全体としての金融資産の積み増しテンポはおおむね売上げ増見合いの範囲内となっている。この点は、すでにみたように自己資本比率の上昇が借入金の著しい増勢鈍化によってもたらされたという事実と符合するものといえよう。

(注5)

加工業種における金融資産対負債残高比率(57年度)

	金融資産対負債残高比率	対象企業数	うち100%超(社数ウェイト)の企業数
加工業種	107.3%	157社	61社 (38.9%)
食料品	103.0	33	13 (39.4)
一般機械	96.4	34	13 (38.2)
電気機械	151.1	29	17 (58.6)
自動車	140.6	12	5 (41.7)
造船	49.6	7	0 (0.0)
精密機械	137.6	8	4 (50.0)

(第9表)

業種別の金融資産対負債残高比率の変動要因

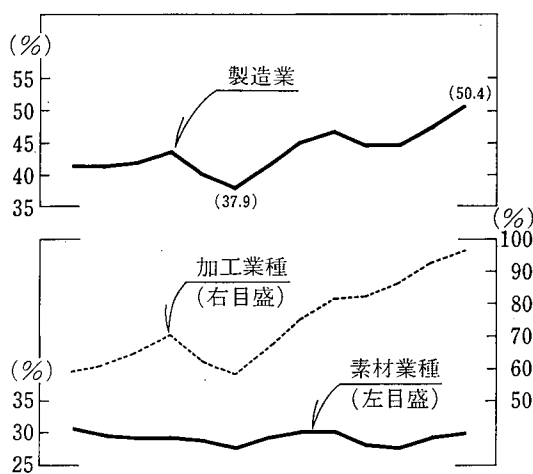
(単位・%、残高ベース)

		50年度	57年度
素材業種	金融資産対負債残高比率	43.4	46.3
	金融資産/売上高	28.3	24.6
	金融負債/売上高	64.8	53.2
	利払前収益率-借入金利率	△ 5.57	△ 2.26
加工業種	金融資産対負債残高比率	68.1	107.3
	金融資産/売上高	25.9	24.9
	金融負債/売上高	39.4	23.1
	利払前収益率-借入金利率	△ 2.64	△ 0.99

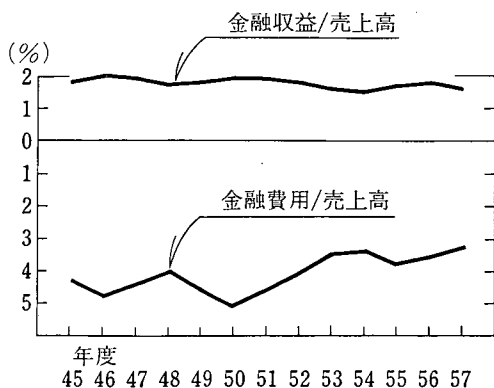
(注) 利払前収益率は総資本利払前経常利益率、借入金利率は利子対有利子負債比率による。

〔第8図〕

金融収支率(金融収益/金融費用)の推移



(参考) 金融収益・費用別の動き(製造業)



ただ、その動きは素材、加工業種によって若干の差異がみられる。すなわち、金融資産、負債残高の動きを売上高と対比させると(第9表)、加工業種では、金融負債比率が低下する一方で金融資産比率はほぼ横ばいの水準が保たれているが、これに対し素材業種においては、金融負債比率の圧縮に並行して金融資産比率も小幅低下を示しており、いわば借入返済のために手元流動性の一部が取り崩されるかたちになっている。このような金融資産ストックに関する企業の対応振りの違いについては、素材業種の場合、企業活動の停滞長期化等を背景に手元流動性に対する需要自体が低下しているといった事情のほかに、借入金利率と利払前の収益率との逆鞘幅が相当大きいこと、収益確保の観点からは手元流動性を維持するよりも借入圧縮を優先するインセンティブが大きかったことも一因とみられる。

また、このような金融資産対負債残高比率の上昇に伴って金融収支の改善も大きく進展した。すなわち、製造業の金融収支率(金融収益/金融費用)をみると(第8図)、50年度(37.9%)を底にして57年度(50.4%)までに約13%ポイントの

(第10表)

金融収支率改善の要因分解(製造業)

(単位・%)

		50→57年度	54→57年度
金融収支率 (金融収益/金融費用)		37.9→50.4	44.7→50.4
同上変化幅		+12.5	+5.7
要因別寄与度	金融資産対負債 残高比率の上昇	+11.0	+3.0
	金利選好による資 産・負債構成の変化	+4.3	+1.0
	(うち高利回り資産 へのシフト)	(+3.7)	(+0.9)
	(低コスト負債 へのシフト)	(+0.6)	(+0.1)
	その他	△2.8	+1.7

(注) 要因分解は次式による。

M: 金融資産残高、L: 金融負債残高、 γ : 運用金利、 i : 調達金利、 γ_n : 基準時の各金融資産残高ウェイトで比較時の各運用金利を加重平均、 i_n : 基準時の各金融負債残高ウェイトで比較時の各調達金利を加重平均

$$\text{金融収支率} = \frac{\gamma \times M}{i \times L} = \frac{\gamma / \gamma_n \times \gamma_n \times M}{i / i_n \times i_n \times L}$$

したがって、

金融収支率の変化幅

$$\begin{aligned} &= \left\{ \Delta \left(\frac{M}{L} \right) \cdot \frac{\gamma}{i} \right\} + \left\{ \Delta \left(\frac{\gamma}{\gamma_n} \right) \cdot \frac{\gamma_n \cdot M}{i \cdot L} \right\} + \left\{ \Delta \left(\frac{i_n}{i} \right) \cdot \frac{\gamma \cdot M}{i_n \cdot L} \right\} \\ &\quad \left(\text{残高要因} \right) \quad \left(\text{高利回り資} \right) \quad \left(\text{低コスト負} \right) \\ &\quad \quad \quad \left(\text{産へのシフ} \right) \quad \quad \left(\text{債へのシフ} \right) \\ &\quad \quad \quad \left(\text{ト要因} \right) \quad \quad \quad \left(\text{ト要因} \right) \\ &+ \left\{ \Delta \gamma_n \cdot \left(\frac{\gamma}{\gamma_n} \right) \cdot \frac{1}{i} \cdot \frac{M}{L} \right\} + \left\{ \Delta \left(\frac{1}{i_n} \right) \cdot \frac{i_n}{i} \cdot \gamma \cdot \frac{M}{L} \right\} \\ &\quad \left(\text{その他〈運用金} \right) \quad \left(\text{その他〈調達金} \right) \\ &\quad \quad \quad \left(\text{利自体の変動} \right) \quad \quad \left(\text{利自体の変動} \right) \end{aligned}$$

水準は運用利回りの向上努力にもかかわらず、この間における金利水準全般の低下もあって達観すれば横ばい圏内の動き(同1.9%→1.7%)にとどまっている。いずれにせよこうした企業の金融資産・負債バランスの改善は、金融費用の節減等を通じて景気停滞長期化の下での企業収益を下支える要因になったとみることができよう。

大幅な改善を示しており、とくに加工業種でそれが際立っている(同58.1%→95.5%)。こうした金融収支の改善は、もとより金融資産対負債残高比率の上昇を反映したものであるが、試算によれば(第10表)、このほか金利選好に基づく資産・負債構成の変化も相当寄与しており(50年度から57年度までの金融収支改善のうちそれによる寄与率は約3割)、そのなかでも現金・当座性預金から公社債等の高金利資産へのシフトによる利回り向上の効果が大きかったとの結果になっている。もっとも、金融収支の内訳を金融収益、費用別に対売上高比率でみると(前掲第8図(参考))、金融収支改善の動きはやはり借入抑制を背景とする金融費用比率の大幅な低下(50年度5.1%→57年度3.3%)に基づいており、金融収益比率自体の水