

日本経済ウォッチ < 2005年11月号 >

【目次】

- | | |
|------------------------|--------|
| 1. 今月の図表 | p.1 |
| ~ 大企業と中小企業で広がる収益力格差 ~ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ~ デフレを脱却すると景気はよくなるのか ~ | |
| 3. 今月のトピックス | |
| ~ 企業のカネ余りとその問題点 ~ | p.3~17 |



お問合せ先 調査部（東京）国内経済班

E-mail: skoba@ufji.co.jp

1. 今月のグラフ：大企業と中小企業で広がる収益力格差

企業収益が好調に推移している。この背景には、景気の拡大によって売上高が伸びていることに加えて、企業の収益力が強化されていることがある。

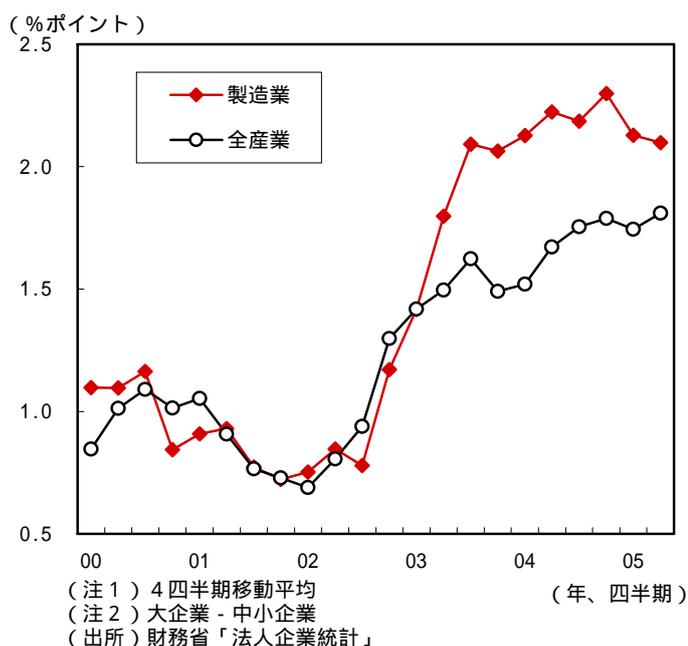
収益力を高めるためにはコストを削減する必要がある。デフレが続く中、企業はコスト削減によって収益力を強化した。その結果、最近の売上高経常利益率は、大企業、中小企業ともに高水準に達している。ただし、特に製造業において大企業と中小企業との間で格差が発生し、定着化しているようだ（図表1）。なぜこうした格差が生じたのだろうか。

経常利益は売上高から変動費（原材料費や販売管理費の一部など）と固定費（人件費、減価償却費、利払い費など）の2つのコストを差し引いて求められる。固定費については、大企業、中小企業とも、削減ペースにそれほど違いはない。ところが、変動費については大きな違いがあり、これが企業規模別の収益力の格差につながっているようだ。

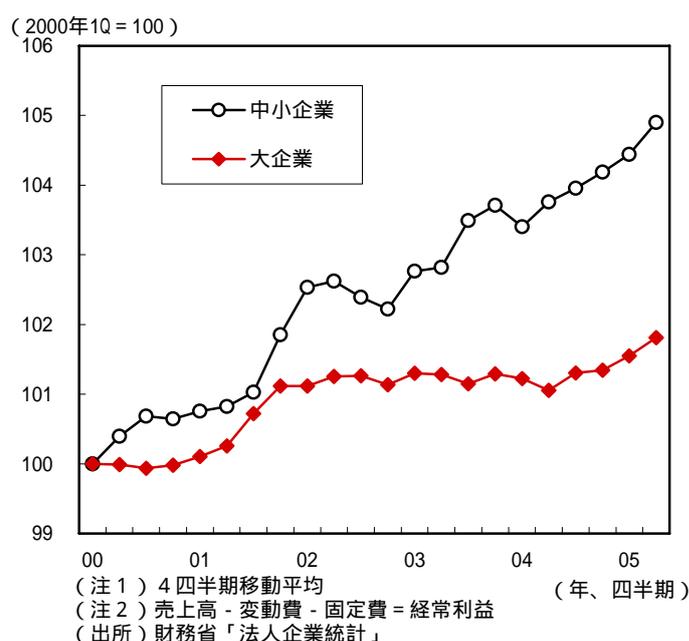
図表2は、2000年第一四半期を基準として、製造業の売上高変動費比率の水準の変化を規模別にみたものである。これによると、大企業が小幅の上昇にとどまっているのに対し、中小企業では上昇幅が大きい。原油価格などの商品市況の上昇の影響による変動費の増加分を、大企業ではある程度は販売価格に転嫁できているようである。しかし、中小企業ではそれができておらず、変動費の増加が中小企業にしわ寄せされている可能性がある。

景気が拡大し、売上高が増加している状況においては、こうした格差はさほど問題とされないかもしれない。しかし、売上高が伸び悩んでくると、収益力の格差によって大企業と中小企業の間で収益格差が広がってくる可能性がある。

図表1．売上高経常利益率の規模別格差



図表2．製造業の売上高変動費比率の推移（規模別）



2. 景気概況 ～デフレを脱却すると景気はよくなるのか～

今月 11 日に 7 ～ 9 月期の GDP（国内総生産）が発表されると、民間シンクタンクは一斉に 2006 年度の経済見通しを発表することになる。年の瀬が迫るにつれて、来年の日本経済はどうなるのか話題になることも多くなるが、実際どうなるのだろうか。

まず景気の現状を見てみよう。わが国の景気は、2004 年の中ごろから減速して「踊り場」が続いていたが、どうやら踊り場は脱してきたとの見方が強まっている。これまで、需要減速を背景に続いていた半導体や液晶などデジタル関連財の在庫調整がようやく一巡してきたからである。同時に、輸出もアジア向け、米国向け、さらには原油価格上昇で潤っている中東向けを中心に拡大している。

もっとも、踊り場脱却という割には、景気回復に力強さが感じられない。9 月の鉱工業生産の結果は事前の市場の予想を大きく下回り、前月比 +0.2% とほぼ横ばいにとどまった。在庫調整が一巡した半導体・液晶などの電子部品・デバイス工業の生産が拡大する一方で、在庫が増加している化学などの素材業種や一般機械工業の生産が減少しており、業種ごとの生産動向にばらつきが出ている。

景気は回復を続けているが、不安も残るという中で、踊り場に続くもうひとつの脱却が話題になってきた。デフレ脱却である。デフレとは持続的な物価の下落をさすが、いよいよデフレ脱却かと注目されているのは消費者物価である。消費者物価は長らく下落基調が続いていたが、景気回復による需給の引き締まりに加えて、コメ価格や電話料金下落が一巡することや、原油価格高騰により電気料金が上昇することもあって、ようやく前年比プラスに転換しそうである。デフレを脱却すれば景気回復にも力強さが増してくると思いたいところであるが、どうだろうか。

実は、消費者物価以外の物価指標を見てみると、すでにインフレが始まっている。まず、輸入物価は原油など一次産品価格の上昇を反映して前年比 10% を超える上昇となっている。また、生産段階に近い財の価格を示す国内企業物価は 2004 年以降前年比上昇が続いており、素材関連製品を中心に価格転嫁が進んでいる。消費者物価もようやく前年比プラスに転じようとしているわけだが、川上段階の物価との格差は依然として大きい。消費者への価格転嫁はきわめて難しいと言えよう。

2006 年になると到来するデフレ脱却後の社会では、一次産品価格の高止まりにより日本から資源輸出国への所得移転が続く。その負担は物価の上昇を通じて、川上から川下の企業へ、そして消費者へと転嫁されていく。しかし、消費者物価の上昇はおそらく小幅であり、個人消費は底堅さを維持しそうである。一方、企業は原材料など変動費の上昇を、販売価格に転嫁できるかどうかで収益力に差が出てくる。業種や規模による企業間の格差が広がる中で、日本経済全体の成長はそれほど力強いものにはならないのではないかと。「2006 年はデフレを脱却するので景気回復力が増してくる」とは簡単にはいかないようだ。

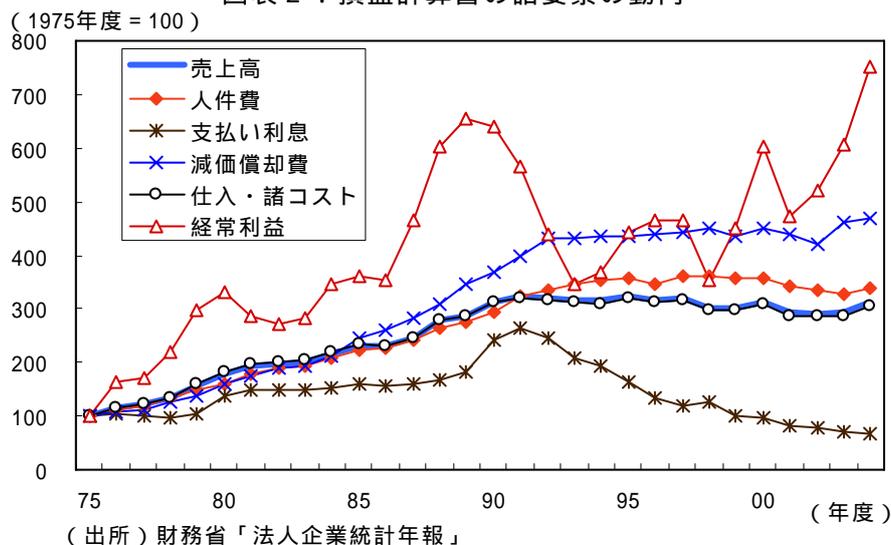
経常利益に特別利益（資産売却益など）を加え、特別損失（資産売却損や評価損の処理）を差し引いたものが当期利益になる。当期利益から政府部門に税金を支払い、当期純利益が求められる。この純利益に、キャッシュの支払いが発生していないが利益から控除されている減価償却費、特別損益、引当金などを加えたものが、企業が得たキャッシュフロー（内部資金調達額）となる。

この内部資金調達額に借入や増資などで調達した外部調達額が、企業の手元にあるキャッシュである。企業はこれを設備投資などの実物投資や配当金や手元資金などに分配する。

利益の改善が内部資金調達を拡大

こうしたお金の流れの中でも、内部資金調達額の増減に大きく影響する損益の状況についてみてみよう。まず経常利益の水準はすでにバブル期を上回って過去最高を更新している。（図表2）。一方、資金獲得の原資となる売上高は、90年代以降は大きく変動していない。このため、コストの削減が利益を増加させる大きな要因となっていることがわかる。

図表2．損益計算書の諸要素の動向

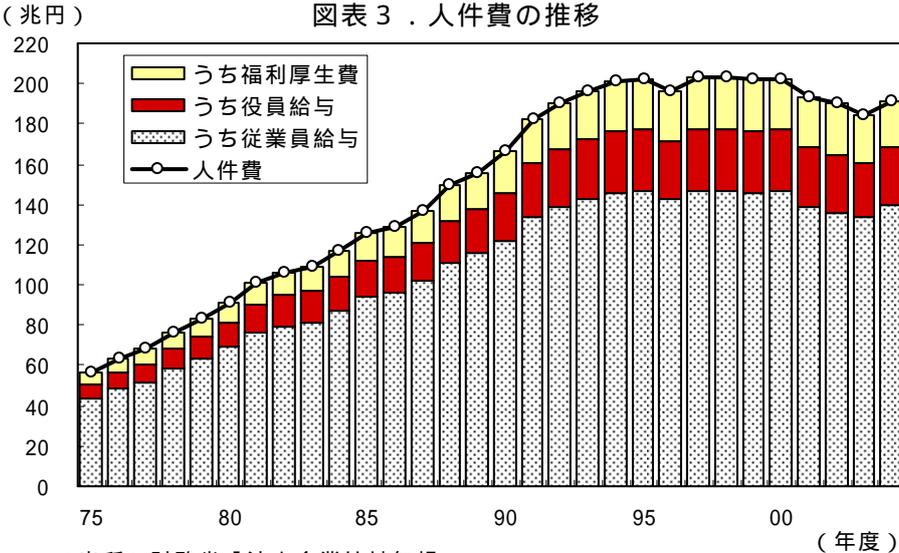


人件費は 90 年代半ばまで増加が続いた後は、企業の人件費抑制スタンスによって横ばいで推移し、2001 年度以降は減少傾向にある（図表3）。もっとも賃金を抑制しても、社会保障に関わる福利厚生費の企業負担は増している。人件費に占める福利厚生費の割合は、最近ようやく上昇が一服したとはいえ、過去の水準と較べると高まっている（図表4）。

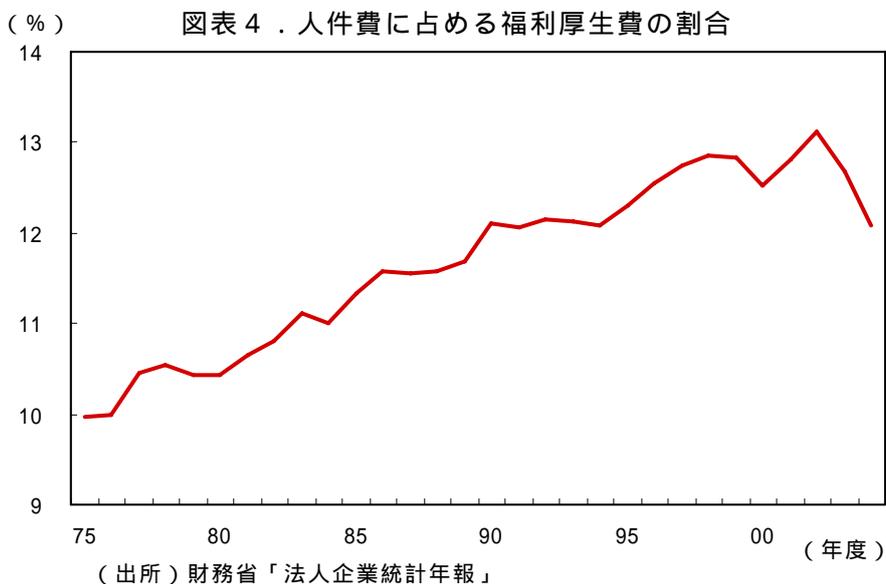
仕入れや諸コスト¹は売上高に連動し 90 年代後半以降は抑制されている（図表5）。利益の獲得に大きく影響しているのは利払い費であり、金利の低下、有利子負債の圧縮を受けてピーク時と較べると 30 兆円近くも減少している（図表6）。

¹ 人件費、減価償却費、利払い費以外の合計であり、概ね変動費と一致する

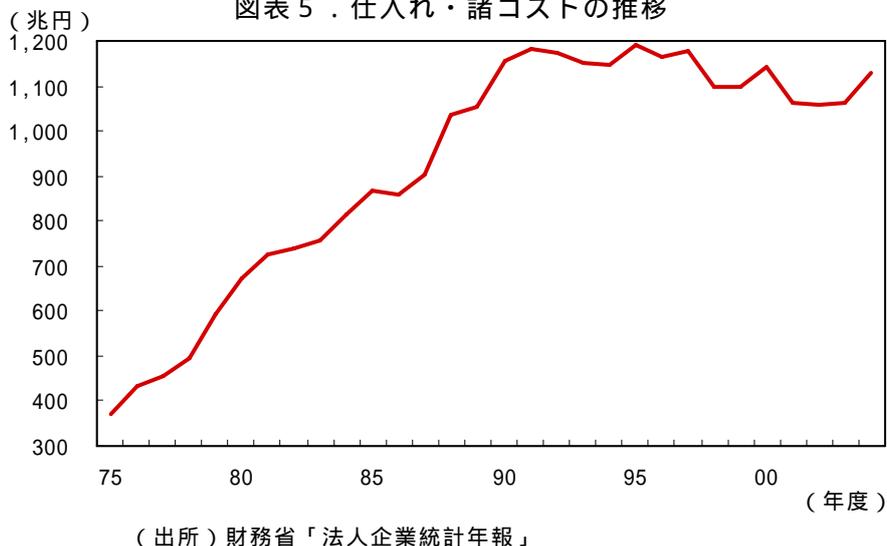
図表3．人件費の推移

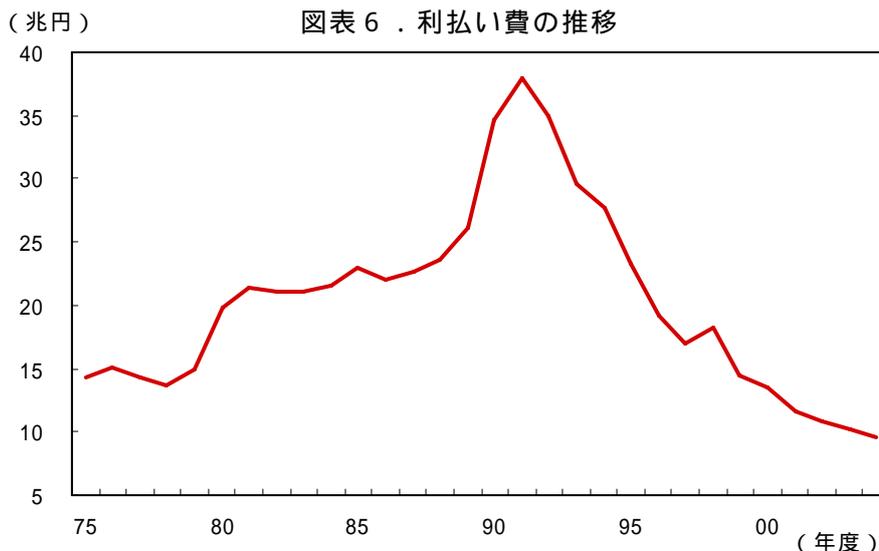


図表4．人件費に占める福利厚生費の割合



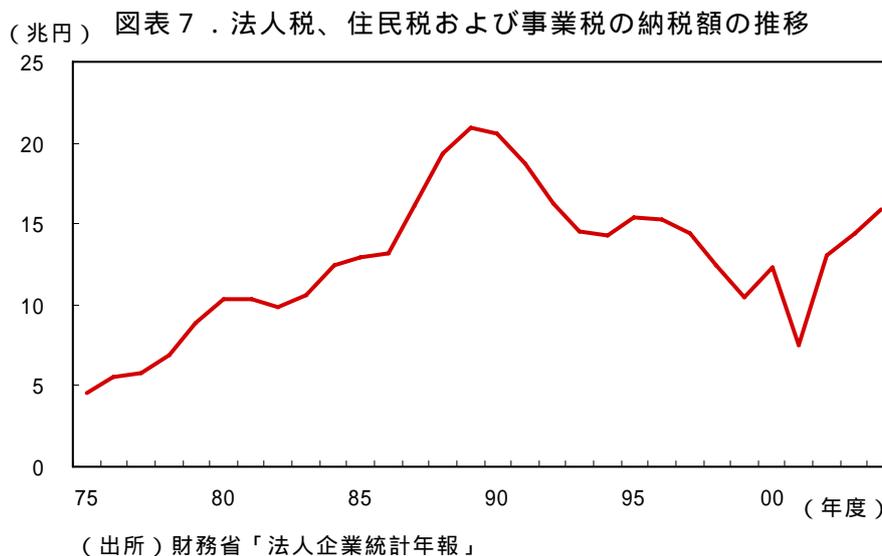
図表5．仕入れ・諸コストの推移





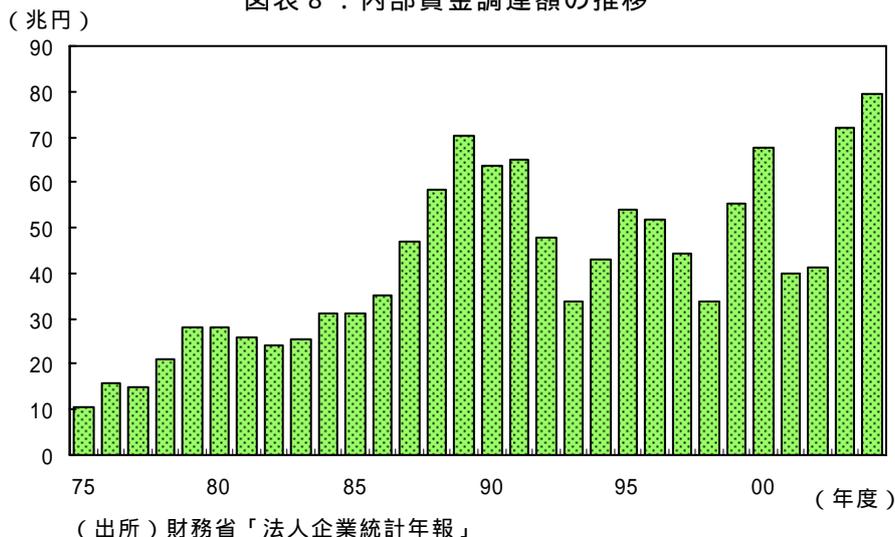
当期利益から法人税、住民税、事業税などを支払ったものが当期純利益となる。支払税額の推移をみると、最近増加基調にあるものの1988～1990年度の水準と較べると少なく、当時と較べて当期純利益を押し上げる効果を果たしている(図表7)。これは繰越欠損金の存在によって最近の支払い税額が抑制されているものと考えられる²。

こうして得られた当期純利益に減価償却費などを加えた内部調達額は、2004年度には過去最高額を記録している(図表8)。次項以降では、こうして得られたキャッシュをどのように配分し、使用したのかについてみていく。



² 欠損金の繰越控除額は現在7年まで繰越可能となっている

図表 8 . 内部資金調達額の推移



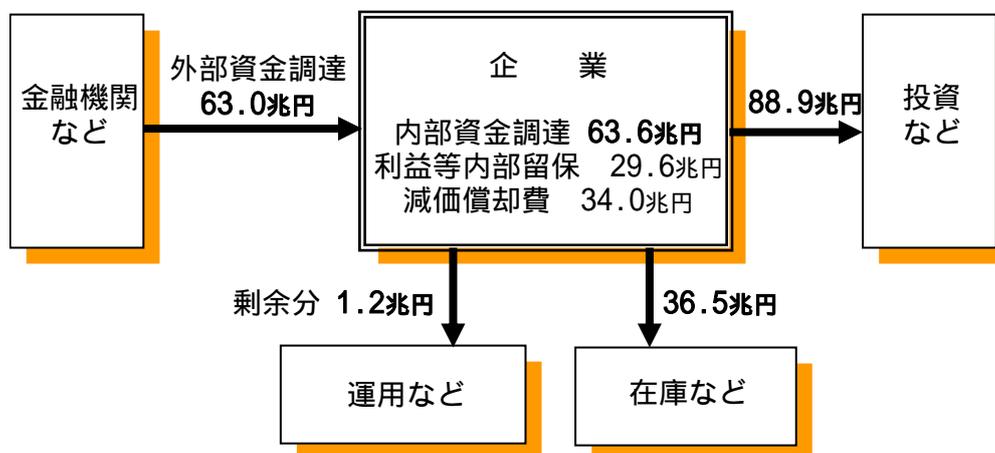
(2) 外部調達と投資の動向

80年代後半以降の企業の資金の調達・運用状況は、その特徴から大きく3つの時期に分類できる。それぞれの時期の代表的な年度の状況は以下の通りである。

バランスシート拡大の時期 (1990年度)

1990年度は、旺盛な投資(88.9兆円)と在庫の仕入れや転売目的も含めた不動産購入などを中心とした資金需要(36.5兆円)を、景気の拡大を背景にした高利益によって得られた内部調達(63.6兆円)と金融機関などからの外部資金調達(63.0兆円)によってまかない、手元資金など(1.2兆円)を若干積み増している(図表9)。企業のバランスシートが急速に拡大していった時期であり、企業は大幅な資金不足の状態にあった(金融機関などからの調達63.0兆円と余剰分1.2兆円の差61.8兆円が資金不足額)。

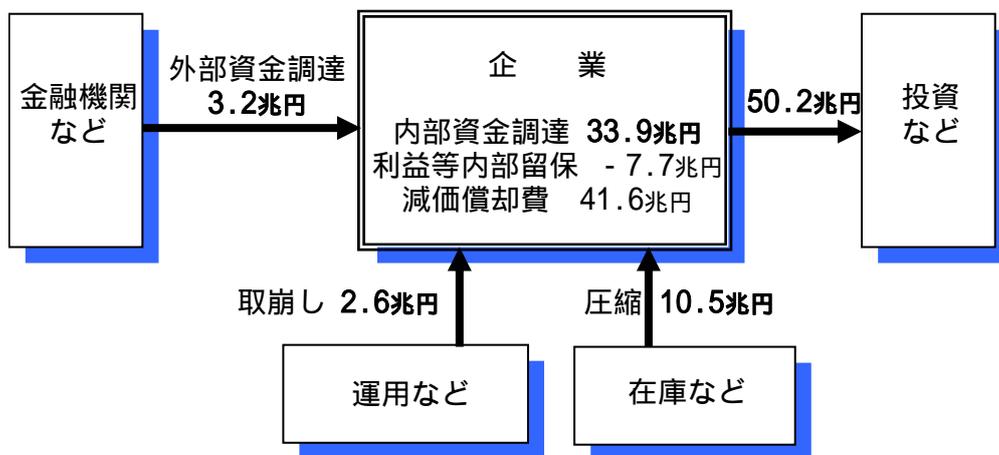
図表 9 . 1990年度の企業の資金運用 (B S 拡大の時期)



バランスシート調整の時期（1998年度）

1998年度は、景気の悪化から企業業績が低迷し内部資金調達（33.9兆円）が小額にとどまった（図表10）。設備投資など（50.2兆円）を絞り込んだものの、外部からの資金調達（3.2兆円）が難しい環境であったため、在庫などの圧縮（10.5兆円）や手元流動性などの取り崩し（2.6兆円）で対応せざるを得なかった。バランスシート調整が始まった時期であり、企業の資金不足額は大幅に減少した（金融機関などからの調達3.2兆円と手元流動性などの取崩し2.6兆円の合計5.8兆円が資金不足額）。

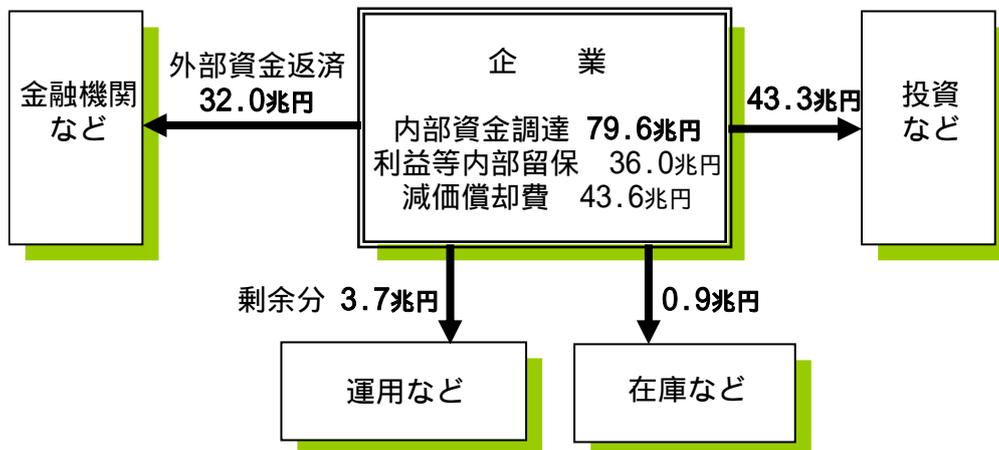
図表10．1998年度の企業の資金運用（BS調整の時期）



資金余剰の時期（2004年度）

2004年度は、企業の利益が大幅に拡大し内部資金調達額（79.6兆円）は過去最高に達した（図表11）。ただし、企業は設備投資など（43.3兆円）には依然慎重なままであり、在庫など（0.9兆円）の投資にも大きな動きはなかったため資金は余剰となり、外部から

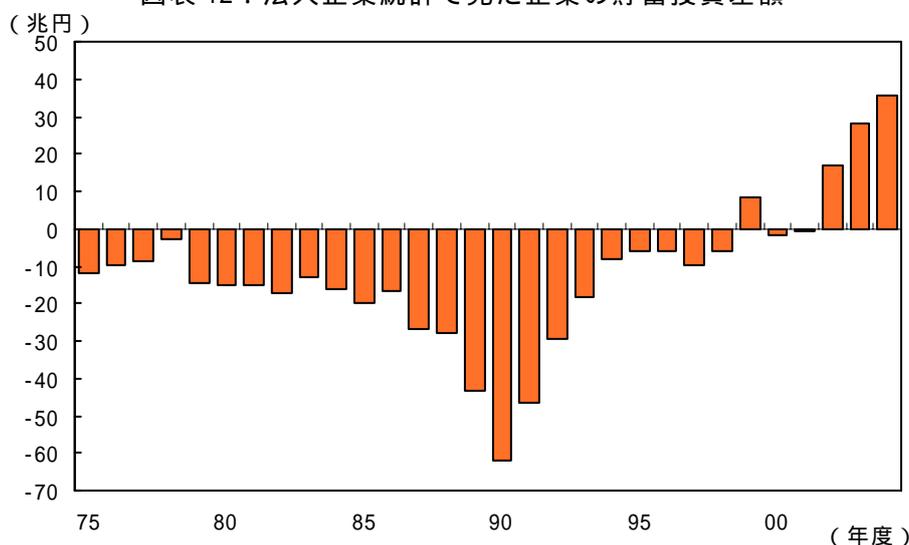
図表11．2004年度の企業の資金運用（資金余剰の時期）



の調達分を返済（32.0兆円）し、さらに手元流動性など（3.7兆円）も増加した。企業はバランスシートを再び拡大させることには慎重であるため資金余剰の状態が続いており、余剰幅も拡大している（金融機関などへの返済32.0兆円と手元流動性の積み増しなど3.7兆円の合計35.7兆円が資金余剰額）。

以上見てきたとおり、資金の過不足（貯蓄投資バランスにおける貯蓄投資差額）は90年代を通じて不足額が縮小していき、2001年度以降は余剰額が拡大している（図表12）。この資金余剰額を企業はどのように使っているのか、資金需要と資金調達の中身を詳しくみることによって考えていきたい。

図表12．法人企業統計で見た企業の貯蓄投資差額



(注) 法人企業統計の資金過不足は資金運用額（現預金・一時保有有価証券）
- 資金調達額で計算
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

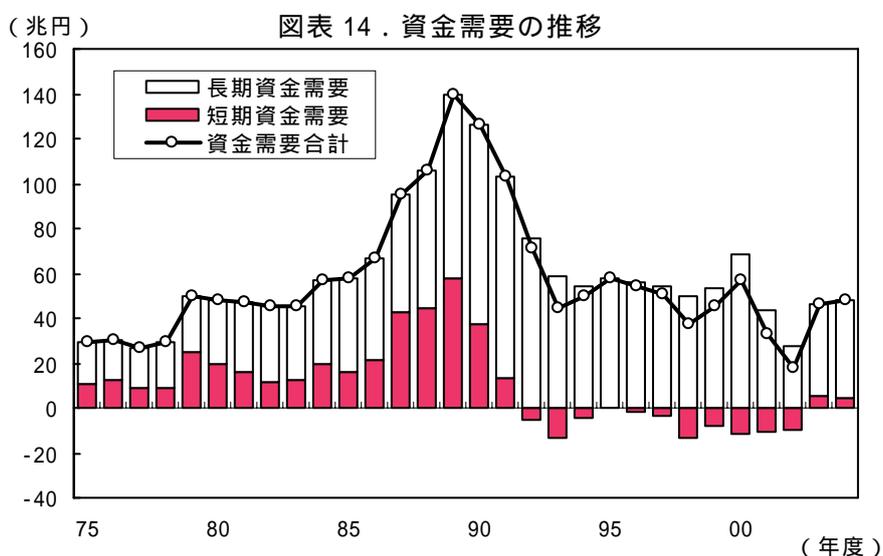
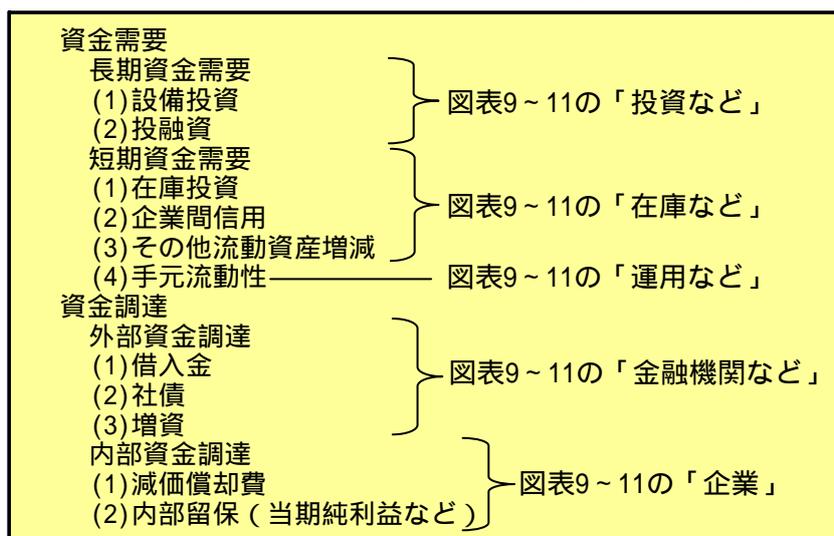
(3) 企業の資金需要の動向

企業の資金需要額と調達額は最終的に等しくなるが、その中身は(図表13)のとおりである。資金需要については、その性格に応じて長期資金需要(バランスシートの固定資産の増減に相当)と短期資金需要(同様に流動資産の増減に相当)に区分される³。また資金調達については、外部資金調達と内部資金調達とに区分される。

資金需要の推移をみると、バブル崩壊後に急減した後は概ね横ばいで推移した後、2001~2002年度に落ち込んだ。その後、2003~2004年度にかけては景気回復に伴って持ち直しており、中でも短期の需要は2003年度に8年ぶりに増加に転じている(図表14)。

³ 長期と短期に区分するのではなく、資金需要(設備投資、在庫投資、企業間信用など)と資金運用(投融资、手元流動性など)に区分する考え方もある。この場合、一時保有の有価証券と長期保有の有価証券ともに資金運用とみなすことになるため、本項では図表13の区分に基づいて分析することとした。

図表 13．資金需要と資金調達の関係（資金運用表）

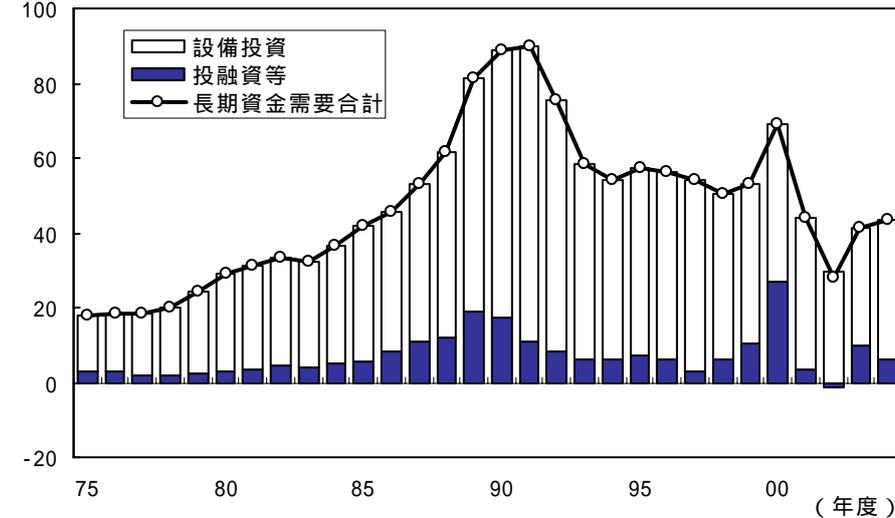


(出所) 財務省「法人企業統計年報」

長期の資金需要の内訳をみると、90年代と較べて最近では投融資が占める比率が高まっている(図表 15)。さらに投融資の内訳をみると、長期保有の有価証券(固定資産)の増加が中心である⁴(図表 16)。これは、最近のM & A、他社への投資など、企業の投資行動の変化を反映したものと考えられる。投融資が活発化した結果、固定資産のうち機械や構築物といった有形固定資産の残高がピークアウトしている半面、投融資などの残高は増加が続いている(図表 17)。

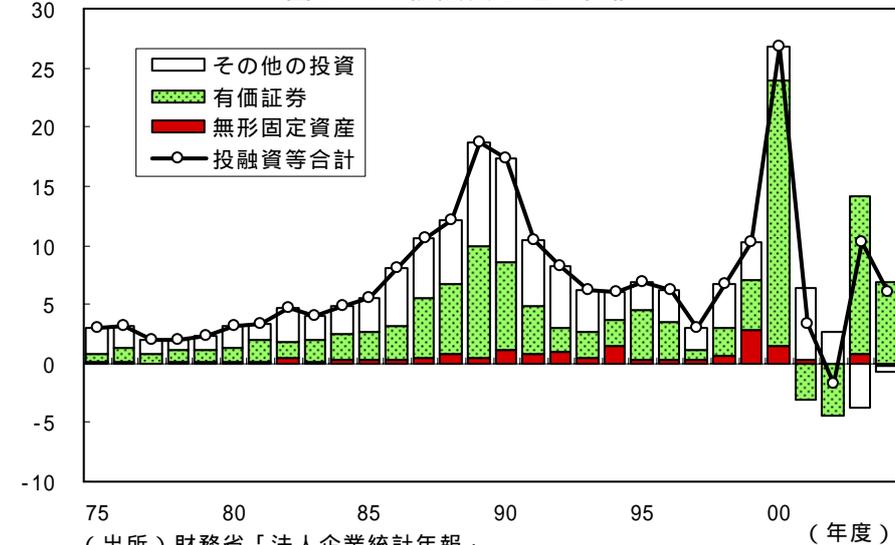
⁴ 2000年度に有価証券投資が急増しているのは、IT関連業種などで海外への直接投資(資本参加)が急増したためである。

図表 15. 長期資金需要の内訳



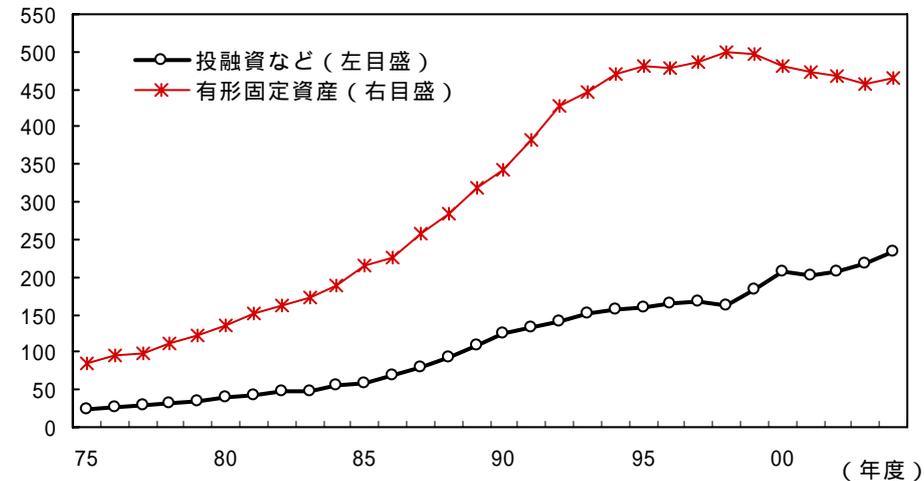
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

図表 16. 投融資などの内訳



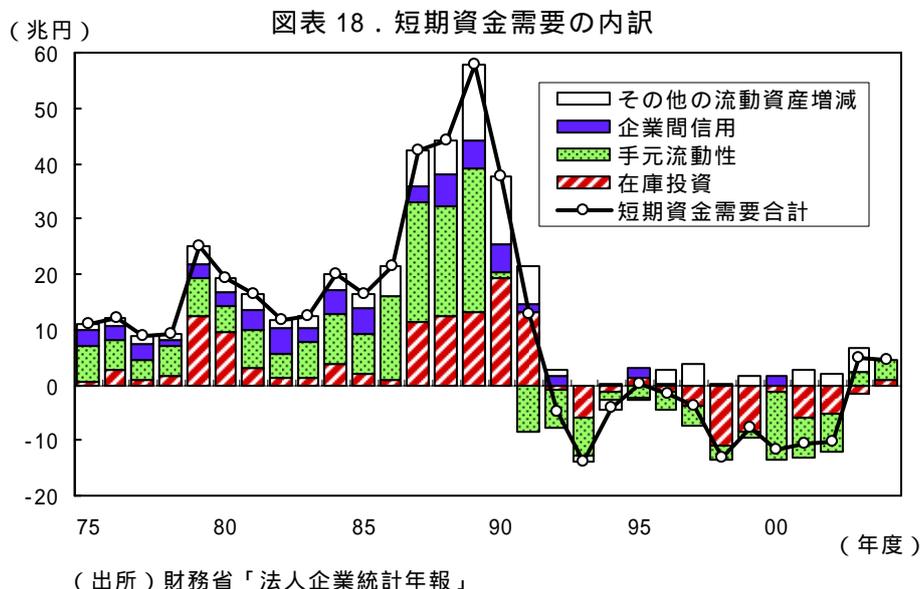
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

図表 17. 有形固定資産と投融資などの残高推移



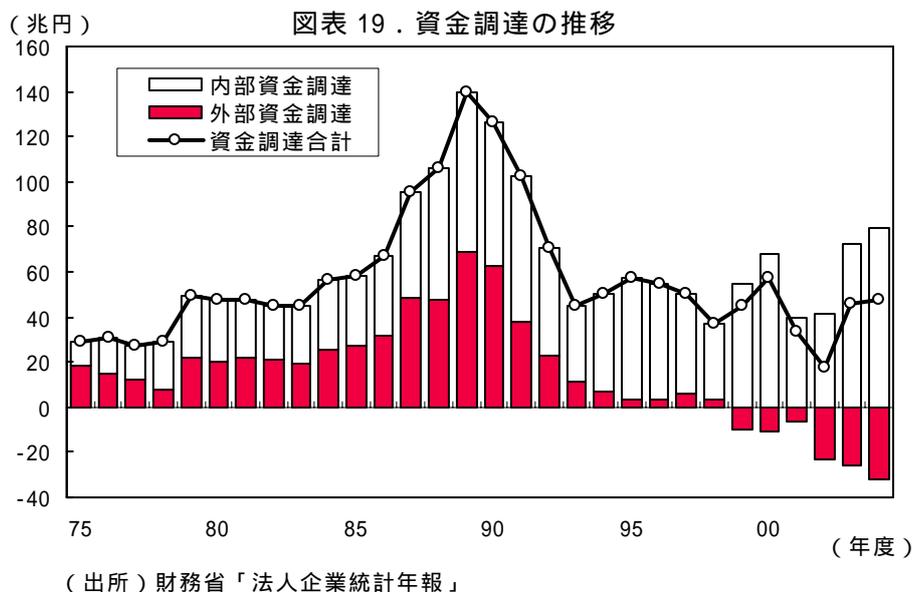
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

次に短期資金需要の動向をみると、2003、2004 年度と2年連続で増加に転じているが、手元流動性の増加がその原因であることがわかる（図表 18）。企業はこれまで手元に余分な現預金があれば返済に回してきたが、そうした動きが一巡したようだ。2004 年度には在庫投資も増加に転じている。



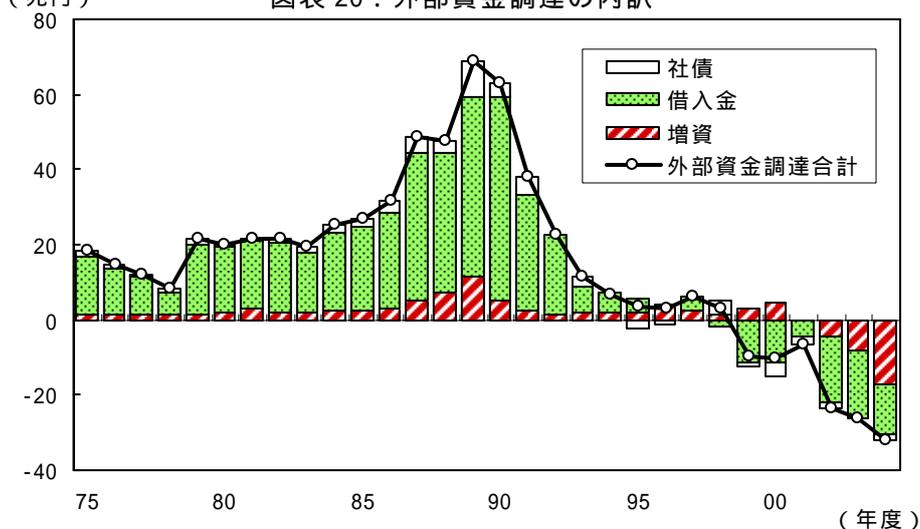
(4) 企業の資金調達の動向

企業の資金調達動向では、外部資金調達の減少が続いており、内部資金調達への依存度が増している（図表 19）。



外部資金調達の内訳をみると、借入金の減少の継続とともに、2002 年度以降は資本金の減少が原因で資本が落ち込んでいる。資本金の減少は減資を行った企業があったことに加えて、自己株式の買い取りによる自己株消却の動きがあったためと考えられる（図表 20）。

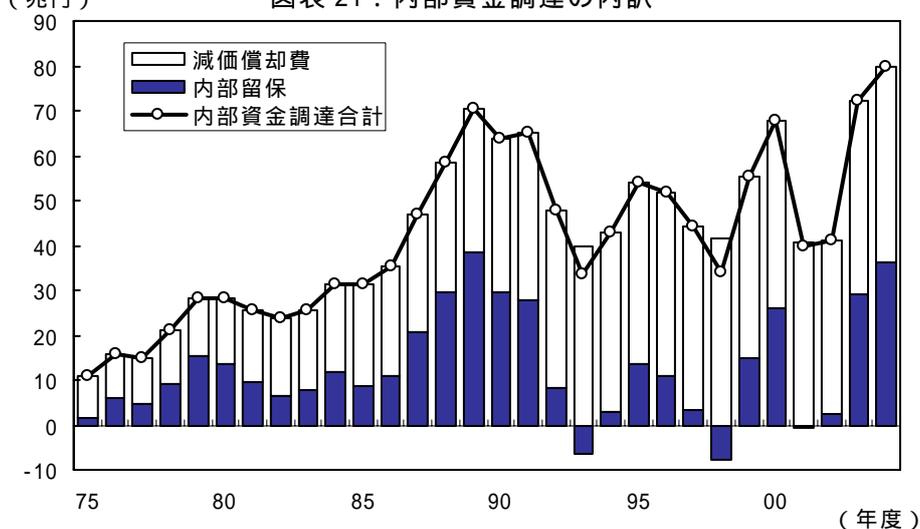
図表 20．外部資金調達の内訳



(出所) 財務省「法人企業統計年報」

(図表 8) でも見たように内部資金調達は 2004 年度に過去最高水準に達しているが、その内訳をみると内部留保額の増加によるところが大きい(図表 21)。減価償却に加えて内部留保の拡大が外部資金返済の原資となっている。

図表 21．内部資金調達の内訳



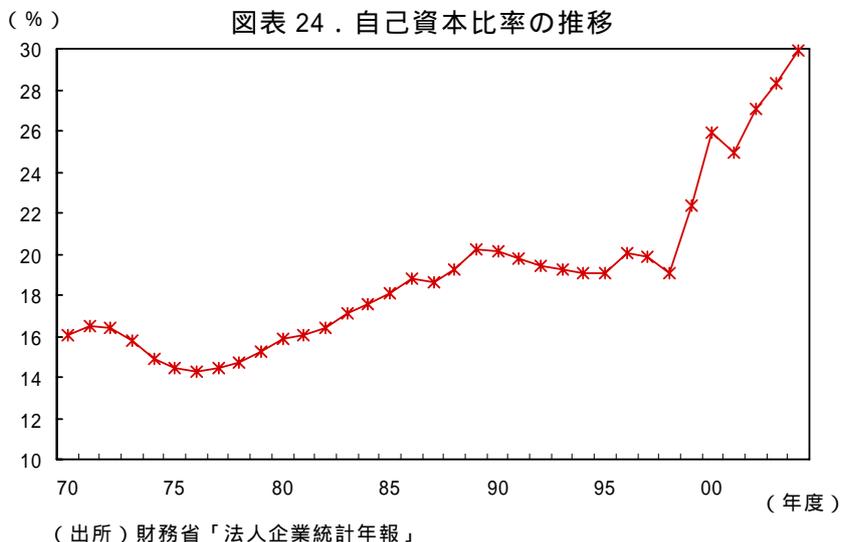
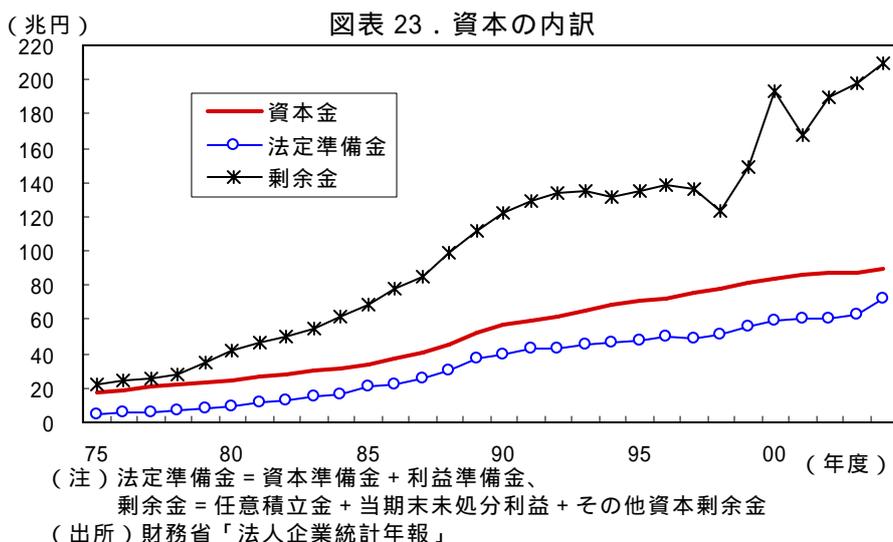
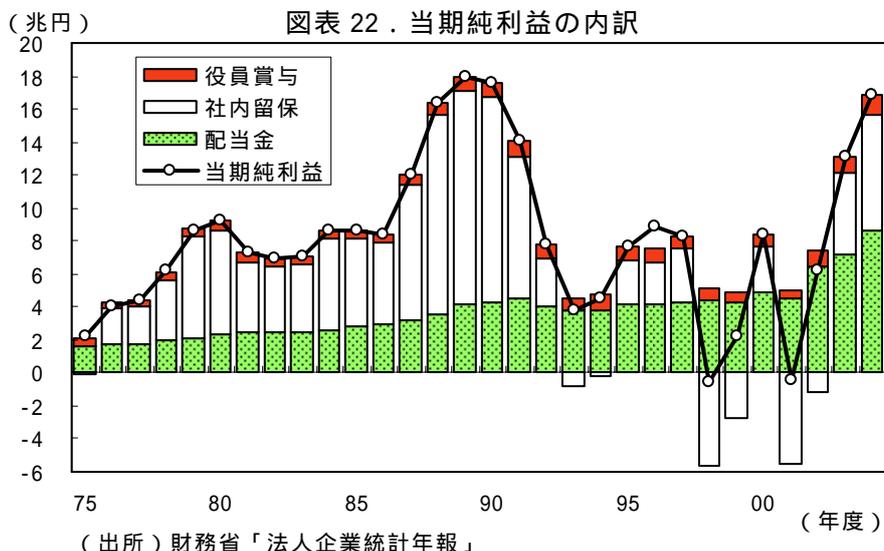
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

(5) 拡大する自己資本とその問題点

当期利益から税金を支払った後の利益が当期純利益であるが、これは社外に流出する配当金、役員賞与と、社内に残される社内留保に分けられる。社内留保に引当金などを加えたものが内部留保である。当期純利益は過去最高額に近い水準にまで増加しているが、その内訳を見ると、2002 年度以降は配当金の金額が増加していることがわかる(図表 22)。

もっとも、社内留保の金額も増えているため資本も増加している。企業の資本の内訳を見ると、資本金、法定準備金は緩やかな増加ペースにとどまっているのに対し、未処分利

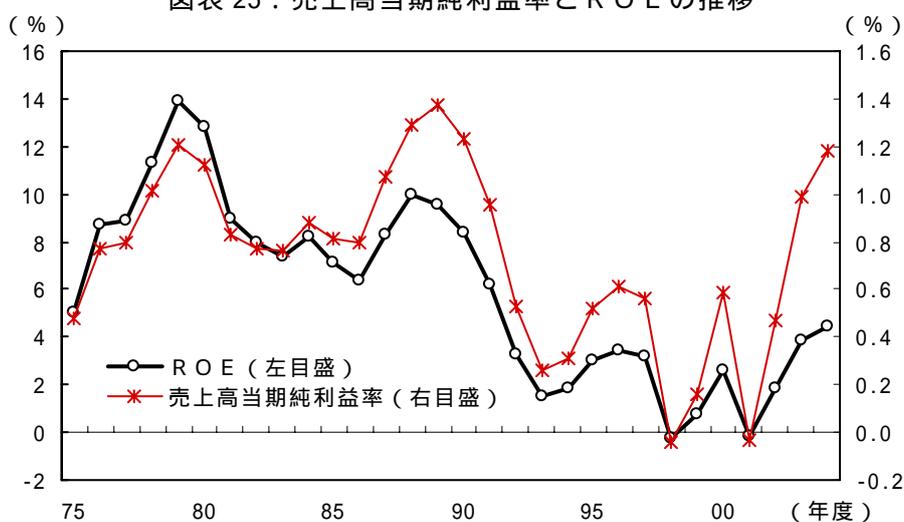
益の積み上がりによって剰余金の増加が続いている（図表 23）。この結果、自己資本比率は過去最高水準を更新中である（図表 24）。



資本の充実は企業の財務体質の強化につながる。しかし、あまり多くなり過ぎると、ROE（株主資本利益率）が伸びない原因となる、PBR（株価純資産倍率）が低下し企業買収の対象になりかねない、といった問題が発生する。

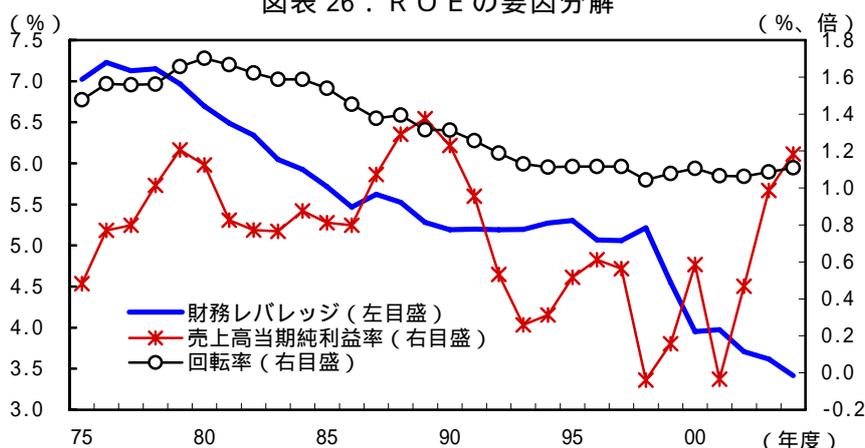
まずROEの問題について考えてみよう。バブル崩壊後に弱まった企業の収益力は徐々に回復してきており、売上高当期純利益率は過去最高に近い水準にまで高まっている（図表25）。しかし、ROEは上昇してきているとはいえ過去の水準と較べると依然として低い。ROEを要因分解してみると、その水準が低い原因は収益力上昇の一部を財務レバレッジの低下が相殺しているためであることがわかる（図表26）。

図表25．売上高当期純利益率とROEの推移



(注) ROE (株主資本利益率) = 当期純利益 ÷ 自己資本 × 100
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」

図表26．ROEの要因分解



(注) 財務レバレッジ = 総資産 ÷ 自己資本 × 100 = 自己資本比率の逆数
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

ROEとは企業の一年の利益を株主資本（資本金やこれまでの利益の蓄積分の合計）で割ったものであり、数字が高いほど株主のお金（株主資本）を効率よく使って利益を獲得したことを示している。ROEの伸び悩みは、株主からみれば効率的に資金が使われていないことを意味し、ROEの低さはその収益力に較べて割安な株価を形成する一因になる。

次に企業が買収されるリスクについて考えてみよう。利益が蓄積され、株主資本（＝自己資本）が増加すれば通常は株価が上昇する。しかし、企業が儲かっても、それが企業の中に貯め込まれて株主に一向に分配されないと、株価の上昇を抑制する。いつまでたっても分配されない利益に痺れを切らして、株主が株を手放してしまうためである。こうなると、資本が増加してもそれに見合っただけで株価が上がらないためPBR⁵が低下し、企業が買収されるリスクが出てくる。



（注）P B R（株価純資産倍率）＝株価 ÷ 1株当たり純資産（自己資本）
 （出所）東京証券取引所「東証統計月報」

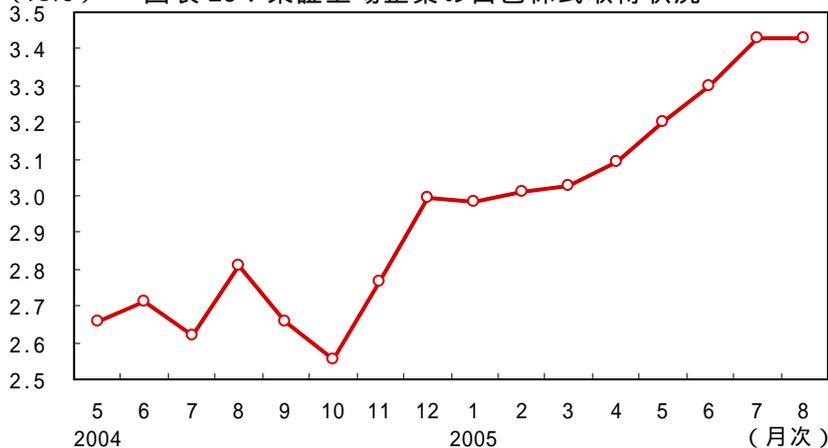
株価を高めるためには、企業の収益力を高めることはもちろんであるが、自己株式を取得・消却することで1株あたりの純資産を増加させる、獲得した利益を配当として積極的に株主に還元することで、株式の魅力を高める、といった方法もある。

自己株式の取得状況をみると⁶、買い取り額は増加基調にある（図表 28）。また、企業はこれまでは安定的に配当を続ける政策をとっていたが、最近では配当金を増やしている（図表 29）。こうした株価対策は株主を重視した経営方針に他ならない。

⁵ P B Rは株価を一株あたりの純資産で割って求められる。純資産とは全債務を返済した後に残る資産のことで、会社が解散した場合は持ち株数に応じて純資産が株主に配分される。つまり、P B Rが一倍を下回れば、資産価値よりも安く市場を通じて会社が買えることを意味している。敵対的な買収を仕掛けられる企業では、P B Rが一を割っていることが多い。

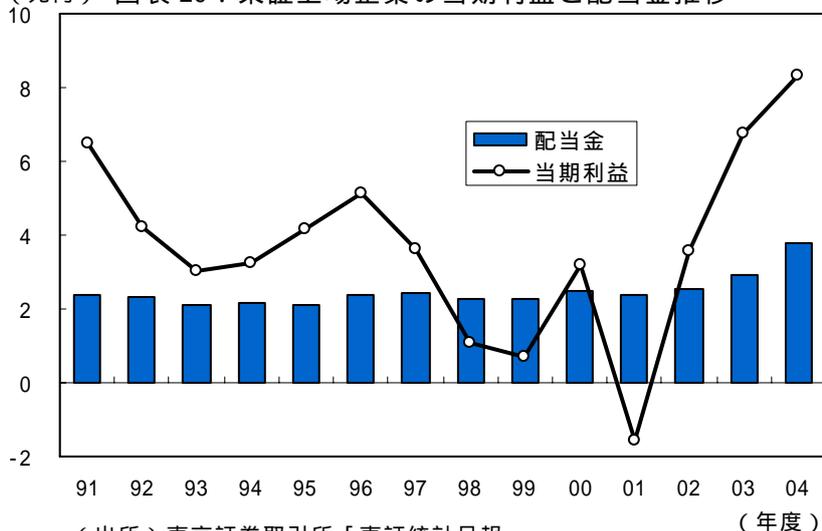
⁶ 2001年10月の商法改正により消却目的のための自己株式の取得が可能となった

(兆円) 図表 28. 東証上場企業の自己株式取得状況



(注) 過去12ヶ月の合計値
(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」

(兆円) 図表 29. 東証上場企業の当期利益と配当金推移



(出所) 東京証券取引所「東証統計月報」

もっとも、目先の株価を上げることが株主の利益になるとは限らない。たとえば、利益を全て配当していたのでは、将来を見据えた投資ができなくなってしまい、将来的には株価を押し下げてしまうかもしれない。自己資本比率の上昇など財務体質が強化されている状況であり、研究開発といった投資にお金を回す余力が出てきているはずである。また、ROEを引き上げるためにも他人資本を有効活用することも重要である。外部からの資金調達を敬遠していると、せっかくの投資機会を逃すことにもなりかねない。

これまで企業は過剰債務、過剰設備、過剰雇用の削減に取り組み、収益力、財務体質の強化をはかってきた。しかし、過剰問題が概ね解決し資金繰りに余裕が出ており、今後はいかに賢くお金を使うことができるかが重要なポイントとなってこよう。お金をうまく使えるかどうかによって、今後、企業間格差が広がってくる可能性がある。