

企業部門の収益力回復は本物か！

【ポイント】

1. 企業部門は、バブル期における行き過ぎた拡大戦略の後遺症として「設備」「雇用」「債務」の3つの過剰を抱え込むこととなった。
2. 「企業部門は、平成10年度頃より本格的なリストラに着手し、足元においてようやく3つの過剰の解消に成功した。」ものと判断できる。
3. 但し、資産全体の効率性の回復には遅れが見られる。今後は、「安全性重視」から「効率性の向上」に軸足を移した攻めの財務戦略を展開していくことが肝要となろう。

昭和61年11月を谷、平成3年2月を山とする51ヵ月にも及ぶ景気拡張期は、バブル景気といわれる程の超大型の拡大局面となり、平成元年12月には、日経平均株価が38,000円台後半にまで上昇した。このバブル景気の特徴は、プラザ合意後の超金融緩和下において、民間企業が積極的な投資活動を実施したということにある。昭和62年から平成2年の4年間に亘り続いた年5%前後の実質成長率に占める民間設備投資の寄与度は、約4割にも達している。こうした状況は、「設備投資ブーム」「社宅建設ブーム」とも称される程であった。バブル景気の牽引役は、企業部門であったと言える。

しかし、バブル景気崩壊後、日本経済は、大変深く、険しい「谷」に転落することとなった。「平成不況」や「失われた10年」とも言われている。

バブル景気崩壊後の2回の景気拡張期においては、地価、株価等の資産デフレが続く中で、平成8年の超円高、平成10年、11年のアジア・ロシアでの通貨危機、大手金融機関の相次ぐ破綻など、数多くの悲観材料が発生したこともあり、その回復を実感するには遠く及ばなかった。現在は、3回目の景気拡張期を迎えている。足元においては、日銀の量的緩和政策効果に支えられている面はあるものの、企業業績の回復・改善が、景気拡張の牽引役となっている。平成16年度の決算発表を見ても、過去最高益を更新する企業が相次いでおり、企業の収益力の高まりには、頼もしさすら感じられるようになった。

企業は、バブル崩壊以降、いわゆる「リストラ」を強力に推進し、経済の重しとなっていた設備・雇用・債務の3つの過剰を解消させ、収益構造を大きく改善させていると考えられる。そこで、以下では、法人企業統計に基づき、製造業に係る大企業（資本金10億円以上）の足元の収益力について、この「3つの過剰問題」を中心に分析・検証してみることとする。

1. 収益力とは

収益力とは、投下した資本を活用し、どれほどの利益を獲得したかによって測定されるものであるから、一般的に、企業の総合的収益力を示す指標として「総資本経常利益率」を用いることが多い。

法人企業統計における総資本経常利益率（以下、同利益率）は、バブル崩壊以降悪化を続け、平成5年度に2.3%にまで低下（統計データのある昭和35年度以降で最低水準）したが、その後、トレンドとしては改善に向かっている（図表1）。また、水準面においても、平成16年度の同利益率は5.4%と、バブル発生前の水準（昭和59年度5.6%）程度にま

で、ようやく回復している。この点を勘案すれば、企業は、「3つの過剰を解消させ、収益構造（収益力）を大きく改善させている。」との評価ができそうである。ところで、同利益率は、以下のように展開*することができる。従って、3つの過剰の解消と収益構造（収益力）改善の状況につき、採算面及び資本効率面からアプローチしていくこととする。

（収益性） （採算性） （効率性）

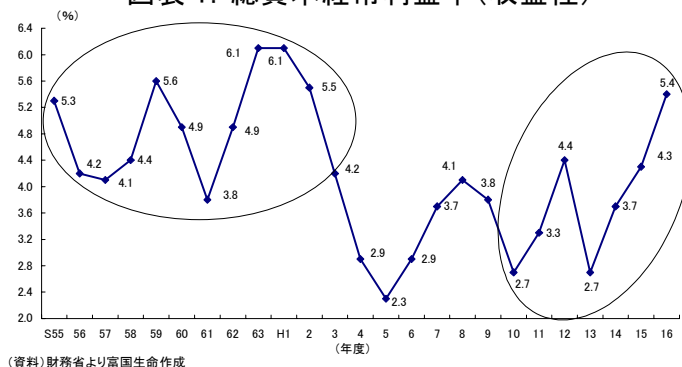
* : 総資本経常利益率 = 売上高経常利益率 × 総資本回転率

2. 採算性

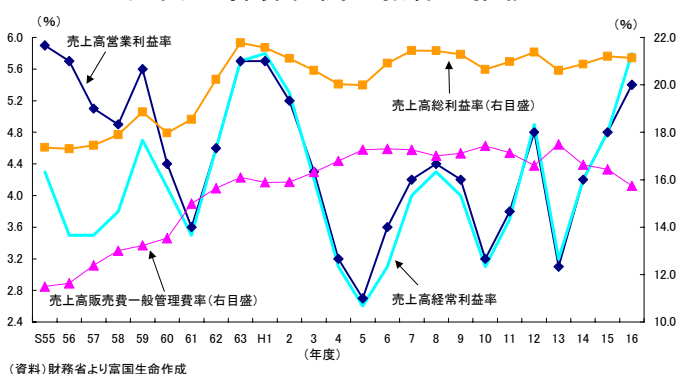
売上高経常利益率は、バブル崩壊以降、悪化傾向を辿ったが、平成5年度を底に回復基調に転じている。また、足元の水準が、図表2の通り、バブル期程度にまで達していることから、採算性は過去のトレンドから判断して、かなり高い位置にまで改善しているものと判断できる。これは、売上高営業利益率が平成5年度を底として上昇基調に転じ、売上高に対する利息負担が、平成4年度以降低下を続けていることによるものである。売上高に対する利息負担の低下は、図表3から分かる通り、日銀の金融緩和政策による市場金利の低位安定化効果と企業の有利子負債圧縮の両面が要因となっている。企業の債務削減努力の結果、有利子負債依存度（総資産に対する有利子負債の割合）は、統計データのある昭和35年度以降で最も低い水準に達しており、要返済年数（注1）も1.1年（平成16年度）とバブル期の水準（1.5年程度）を下回るまでに低下している。このことから「債務の過剰」は解消されているものと判断できる。

売上高営業利益率は、売上高から売上原価及び販売費一般管理費を控除した後の利益水準を示す指標である。これを構成する売上高総利益率（1 - 売上高原価率）は、図表2の通り、原材料費・外注費・労務費などの製造工程の見直し等に因る原価圧縮努力により、バブル期と比べて遜色のない水準となっており、売上高営業利益率改善の主因となっている。売上高販売費一般管理費率（以下、販管費率）は、売上高原価率と比べ改善がやや遅れ気味であったが、平成10年度頃よりようやく低下傾向に転じている。これは、営業費

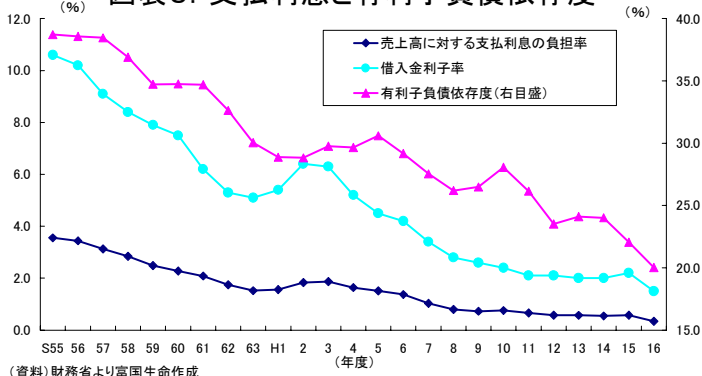
図表1. 総資本経常利益率(収益性)



図表2. 採算性関連指標の推移



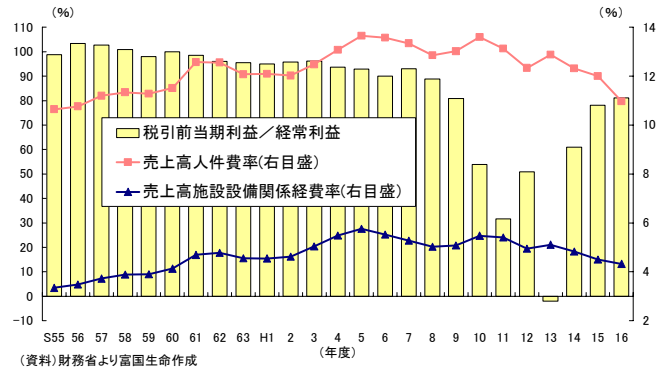
図表3. 支払利息と有利子負債依存度



(注1) {有利子負債 - (売上債権 + 棚卸資産 - 買入債務)} / (経常利益 × 1/2 + 減価償却費)

用の内、その大宗を占める人件費や施設設備関係経費（減価償却費＋賃借料）が、企業のいわゆる「リストラ」の推進により、相当に圧縮されてきた結果に因るものと考えられる。図表4の通り、企業は、平成10年度頃よりリストラを強力に推進し、人件費率、施設設備関係経費率を低下（改善）させている（平成9年度頃までは、経常利益の80%以上が税引前当期利益として計上されているが、平成10年～平成14年度にかけては、その割合が50%以下にまで低下している。リストラ推進のための費用を経常利益から捻出した結果である）。企業が、真剣に痛みを伴う構造改革に取り組み始めたのは、バブル崩壊後、7年程度を経過した後ということになる。まさに「失われた10年」である。人件費率はバブル期前の水準にまで低下しており、従業員数も、昭和55年度の水準程度にまで減少（昭和55年度の従業員数を100とすると平成16年度は100.9）していることから、「雇用の過剰」も解消されていると判断できるであろう。

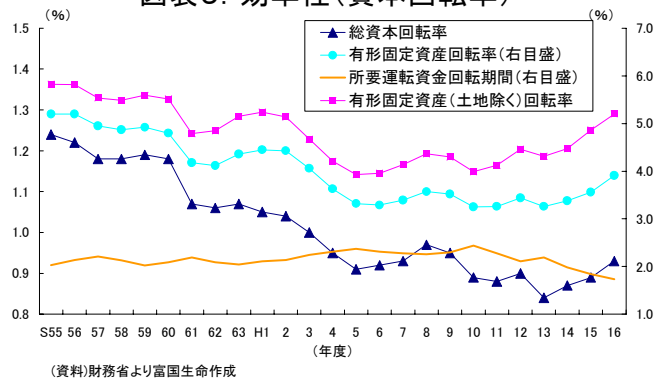
図表4. リストラの成果



3. 効率性

総資本回転率（売上高/総資本）は、足元回復傾向にあるが、バブル期前の水準からすれば改善が大きく遅れている（図表5）。採算性の改善ペースに比べ、収益力（総資本経常利益率）の回復が遅れているのは、この為である。運転資金の効率を表す所要運転資金回転期間は、資金回収の効率化や在庫削減努力により改善しているものの、有形固定資産回転率（売上高/有形固定資産）の回復が、土地再評価法活用に伴う簿価の上昇等の影響もあり遅れていることが、総資本回転率の回復の足枷となっている。但し、有形固定資産から土地を除いた場合の回転率は、バブル期の水準程度にまで回復している。特に、リストラに真剣に取り組み始めた平成10年度以降の改善が堅調である。この点を勘案すれば、企業は、過剰な生産設備という点においてはその解消に目処をつけていると判断できる。

図表5. 効率性（資本回転率）



以上、3つの過剰については、総じて解消しているものと判断し得る水準に達していると考えられる。但し、収益性の回復を強固なものとするためには、生産設備以外の不動産や有価証券などの資産についても、効率性向上の観点から整理・縮小を推進していくことが必要である。

今後は、省力化投資など生産性向上を目的とする投資の比重を高めたり、遊休不動産や低収益資産の処分を促進するなど従来型の施策を推進しつつ、流動化手法の活用など資産の所有形態の多様化を検討するとともに、自己株式の買入消却の実施など「安全性の重視」から「効率性の向上」へ軸足を移した攻めの財務戦略を構築していくことが肝要となるであろう。

(財務企画部 川口 学)