

# 好調な企業業績の背景と今後の展望

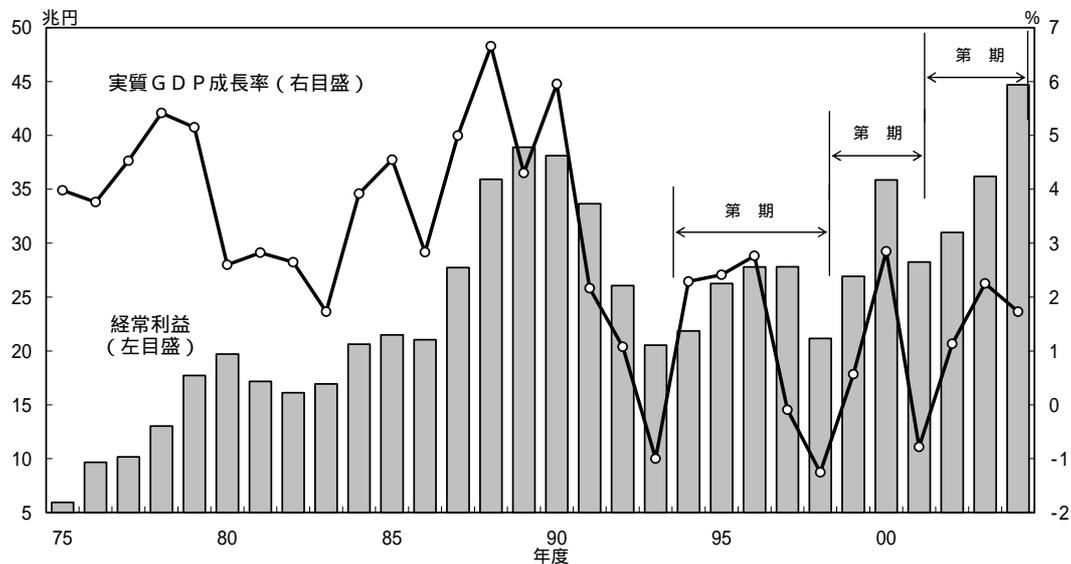
企画調整室 客員調査員 小林 真一郎

## 1. 回復が続く企業業績

企業業績の改善が続いている。企業の経常利益は、2004年度に過去最高を更新し、2005年度はさらにそれを上回ることが確実である。なぜ企業業績はここまで改善することができたのか。ここでは、業績改善の原因を調べるために、バブル崩壊後から現在までの期間を、3度の景気サイクル（回復～後退、ただし3度目のサイクルは回復継続中）に分けた。

具体的には、バブル崩壊後の調整を経て業績が改善に転じた94年度から、金融危機の発生した98年度までの第 1 期、企業のバランスシート調整が本格化した99年度～2001年度の第 2 期、ITブーム崩壊を経て景気が回復に転じ、息の長い拡大が続いている2002年度～現在までの第 3 期である（図表 1）。

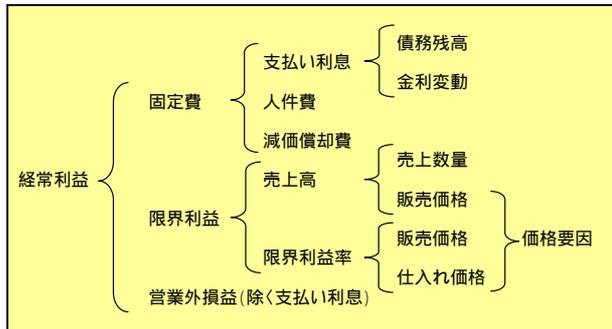
図表 1 経常利益（全産業）と実質 GDP 成長率の推移



（出所）財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算年報」

企業収益の改善度合いを測るために、経常利益の前年差の累計額を使用した。たとえば、第 1 期においては、2002年度～2004年度の3年間の前年差の合計額が改善額となる。また、経常利益増減の要因分解にあたっては、大きく 固定費要因、 限界利益要因、 営業外損益要因（ただし、利払い費を除く）の3

図表2 経常利益の要因分解の方法



(注) 限界利益要因はさらに、売上高、限界利益率によるものと、売上数量、価格要因(販売価格 - 仕入れ価格)によるものの2通りに分解することができる

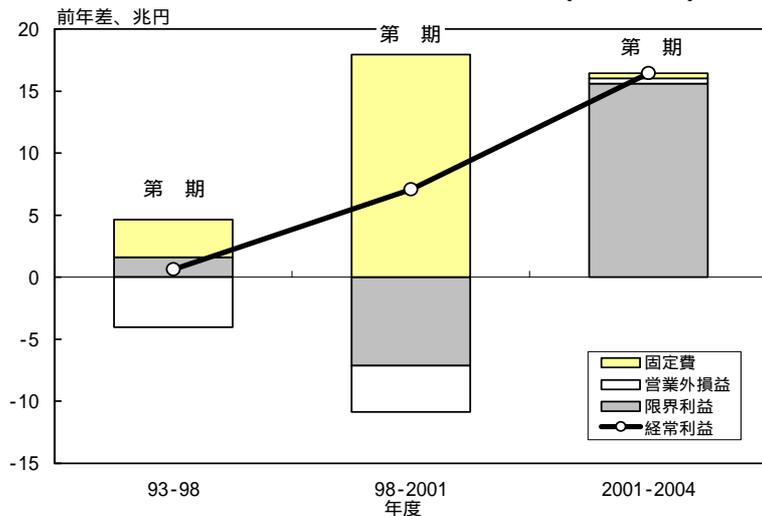
つに分けて考えた(図表2)。固定費とは売上高の増減に無関係にかかるコストで、ここでは支払い利息額、人件費、減価償却費の合計とした。限界利益とは粗利益ともいわれ、売上高から変動費(原材料費、物流費などが含まれ、基本的には売上高の増減にともなって増減するコストである)を除いて求められる。

営業外損益は、通常は営業外収益(受取利息など)から営業外費用(支払い利息など)を差し引いて求めたものを指すが、ここでは支払い利息を除いたベースで考えることとした。

こうして得られた結果が図表3であるが、それぞれの時期で内容は大きく異なっている<sup>1</sup>。まず第

期は、固定費が削減され、限界利益も増加したものの小額であったため、利益はほとんど増加していない。次に第 期は、限界利益が減少したものの、固定費の削減効果が大きく、業績は改善している。第 期は、固定費はほぼ横ばいで、限界利益だけで利益を改善させている。なお、営業外損益は、第 期、第 期が利益の押し下げに効いていたが、第 期にはわずかながらも増加に寄与している。

図表3 経常利益増減の要因分解(全産業)



(注1) 横軸はハイフンの左側の年度をベースにした右側の年度の増減額、たとえば2001 - 2004年度とは2001年度をベースとした2004年度の増減額  
 (注2) 固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 支払利息等  
 (注3) 営業外損益は営業外利益 - その他営業外費用で支払利息等を含まない  
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」

<sup>1</sup> 図表3において、固定費については利益にプラスに効いている場合には、減少したことを示している。

こうした違いは、どうして発生したのか。次項では、以上3つの要因をさらに分解してみることにする。

## 2. 固定費要因による利益改善効果

固定費は、人件費(従業員給与、役員給与、福利厚生費の合計)、減価償却費、利息支払い費の3つの要因に分解し、利息支払い費はさらに金利変動要因と債務残高変動要因に細分化した(図表4)。各期の特徴は以下の通りである。

第 期：期間中、支払い賃金は上昇し、債務残高も膨らみ続けていたため、人件費要因、債務残高

要因はいずれも利益にマイナスに寄与したが、金利低下による利払い費の大幅な減少が利益を押し上げた。企業のリストラのペースは緩やかで、もっぱら金融緩和による借入金利の低下が企業収益を下支えしていた時期である。

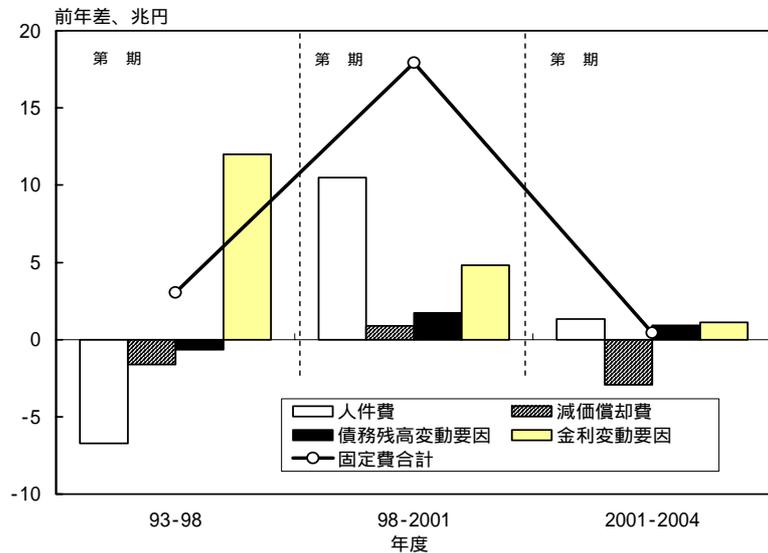
第 期：97~98年の金融危機を経てバランスシート調整が本格化

した時期であり、債務圧縮、人件費削減、減価償却費減少が進み始めた。こうしたリストラ効果によって、固定費の全ての項目が減少し大きく利益を押し上げた。特に人件費は、賃金、従業員数の両方とも減少しており、コスト削減による利益押し上げ寄与度は大きかった。

第 期：リストラ効果も一服し、固定費全体では利益に対して中立になっている。人件費、金利変動要因、債務残高変動要因は利益にプラスに効いているものの少額にとどまっている。一方、設備投資が増えてきた影響もあって減価償却費が増加し、利益の押し下げ要因になっている。

このように固定費については、金利低下によるメリットを享受した第 期人件費を中心としたリストラが本格化した第 期 リストラ効果が一巡してきた第 期と特徴づけられる。

図表4 固定費要因が経常利益に与える影響  
(全産業)



(出所) 財務省「法人企業統計年報」

### 3. 限界利益要因とその変動要因

#### 3-1. 数量と価格による要因分解

限界利益は販売数量要因と価格要因（販売価格 - 仕入れ価格）に分解することができる（図表5）。数量要因をみると、第1期、第2期と落ち込んだ後、第3期に急増し、限界利益を大きく押し上げている。これに対し、価格要因は、第1期は限界利益の増加に寄与したが、第2期、第3期と押し下げ幅が拡大している。

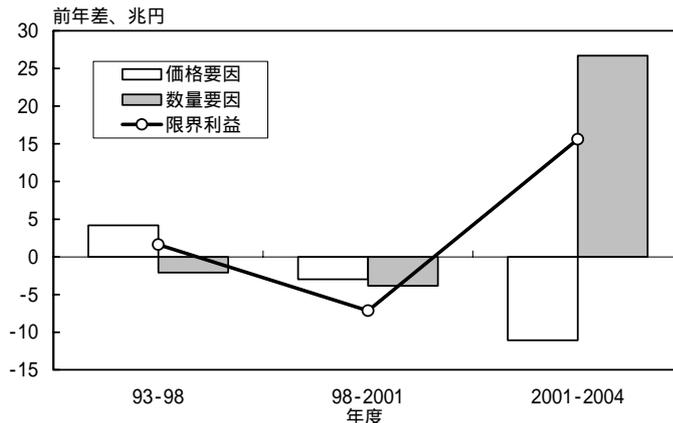
第1期に販売数量要因が急拡大した背景にあるのが輸出の増加である。製造業の輸出向け出荷数量は、この期間、年率で2桁近く増加しており、国内向け出荷や第3次産業の活動の伸びを大きく上回った（図表6）。

結果として、輸出依存度（出荷のうち、どれだけの割合が輸出されているか）は飛躍的に上昇している（図表7）。

一方、価格要因は第1期に大きく悪化している。この背景にあるのが交易条件の悪化である。製造業の交易条件指数（産出価格÷投入価格）は、第1期に改善後、第2期に悪化に転じ、第3期には大幅に悪化している（図表8）。第1期の改善は、バブル崩壊後の物価下落の中で、販売価格である産出物価よりも仕入れ価格である投入物価の下落幅の方が大きかったことが主因である。第2期については、産出物価の下落幅の方が大きくなり交易条件は悪化に転じ、第3期には国際商品市況の上昇によって投入物価が急上昇した中で、産出物価が下げ止まらなかったため交易条件の悪化幅が拡大した。

第3期の交易条件の悪化は、企業が仕入れ価格の上昇を販売価格に十分に転嫁できていないことを示している。図表9は製造業の売上高増減額と変動費増減額の大きさを比較したものであるが、特に第3期では変動費の増加分の方が大きく、収益を圧迫する要因になっていることがうかがえる。

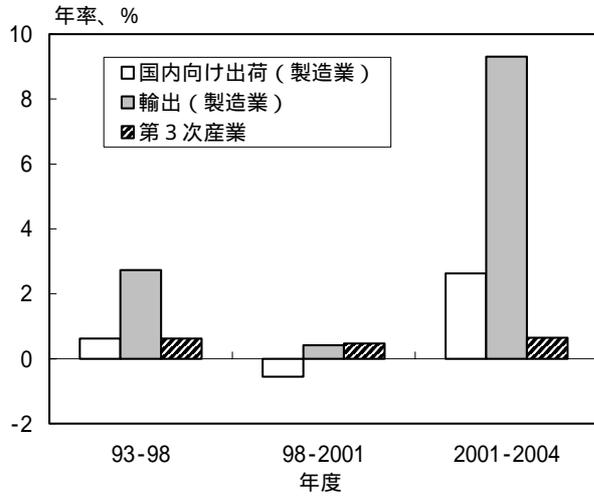
図表5 限界利益の増減の要因分解  
（数量・価格、全産業）



（注1）製造業は産出、投入物価指数を使用して分解し、非製造業は第3次産業活動指数（除く金融業）+建設活動指数を数量とみなして分解し、両者を合計

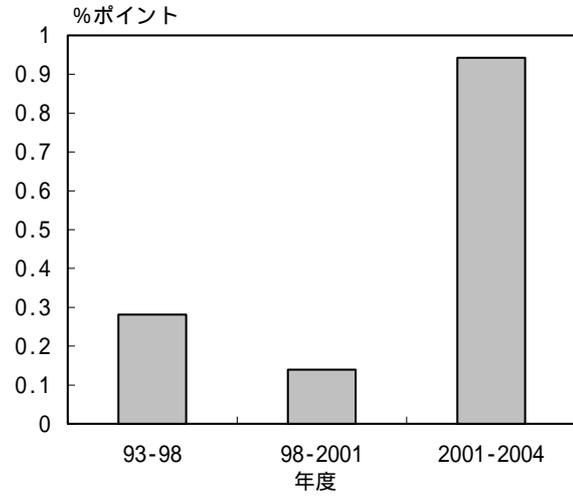
（注2）価格要因とは「販売価格 - 仕入れ価格」の変動要因によるもの  
（出所）財務省「法人企業統計年報」、経済産業省「全産業活動指数」、日本銀行「金融経済統計月報」

図表6 出荷内訳と  
第3次産業の活動状況



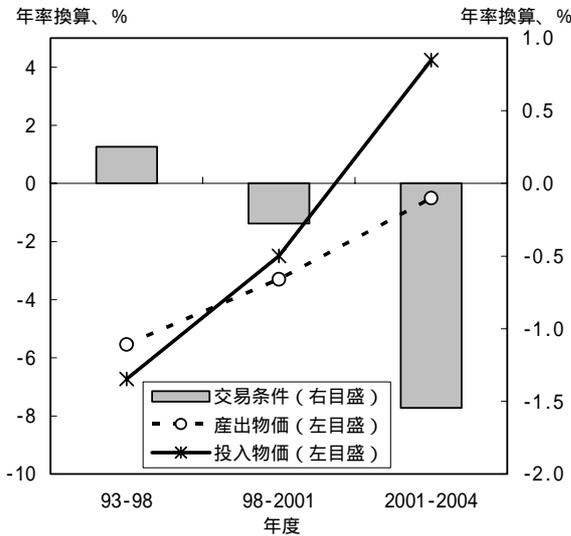
(注) 第3次産業は第3次産業活動指数（除く金融）と建設活動指数の合成  
(出所) 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」、「全産業活動指数」

図表7 輸出依存度の変化幅  
(製造業、年平均)



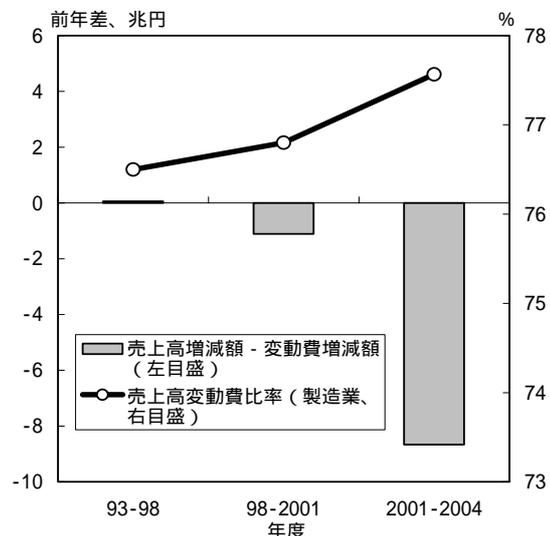
(出所) 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

図表8 交易条件指数の動向  
(製造業)



(注) 交易条件指数 = 産出物価指数 ÷ 投入物価指数 × 100  
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

図表9 価格転嫁の状況  
(製造業)



(注1) 売上高、変動費は出荷指数を使用して数量要因を除去  
(注2) 売上高増減額 - 変動費増減額は変動費の増減が販売価格にそのまま転嫁されていればゼロになり、転嫁できなければマイナスとなる  
(出所) 財務省「法人企業統計」、経済産業省「経済産業統計」

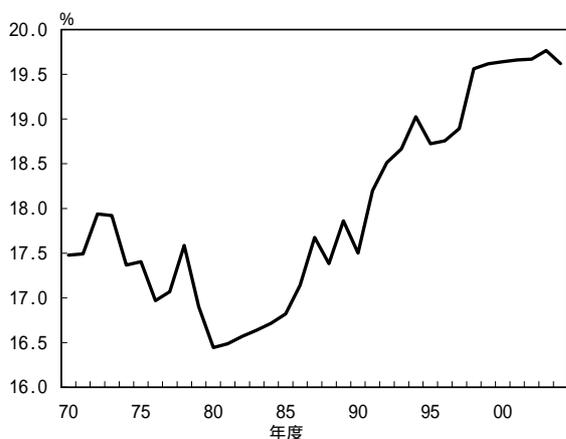
### 3-2. 限界利益率の改善の遅れ

前項では、限界利益の増減を価格要因（販売価格 - 仕入れ価格）と数量要因に分けて考えた（図表5）。価格と数量の関係で考えれば、限界利益を増やすためには、販売数量を増やすか、販売価格を引き上げるか、仕入れコストを引き下げればよい。ただし、これは単一の商品やサービスを販売している場合である。実際に企業は多数の商品・サービスを扱っており、限界利益を増やすためには、利益率の高い製品・サービスの販売シェアを引き上げることも重要な要素になる。

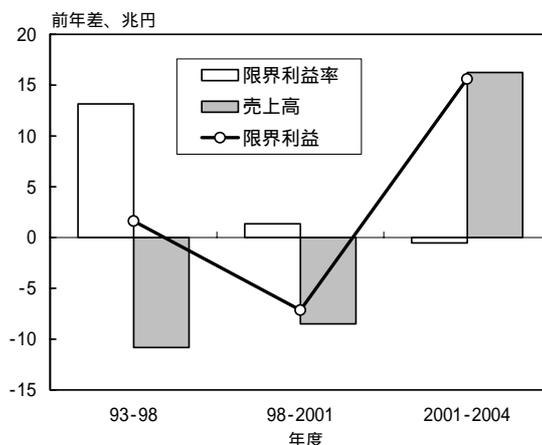
限界利益を売上高で割った限界利益率の推移をみると、80年代から90年代後半まで上昇を続けていたが、99年度以降は、ほぼ横ばいで推移している（図表10）。図表11は、限界利益を限界利益率要因と売上高要因に分解し、第1期から第3期までの期間にわけてみたものである。これによると、売上高要因は、販売不振を反映して第1期、第2期とマイナスが続いたが、第3期には増加に転じている。これに対して限界利益率要因は、第1期に限界利益を大きく押し上げた後、第2期には若干の増加にとどまり、第3期にはマイナスに転じている。

なぜ限界利益率の改善が止まってしまったのだろうか。限界利益率は（販売価格 - 仕入れ価格）÷販売価格に整理することができ、仕入れ価格の上昇や販売価格の低下によって限界利益率は低下（悪化）する。このため、価格要因と同様、仕入れ価格の上昇やコスト増加分を販売価格に転嫁できないことが（図表8、9）、限界利益率を低下させる原因になっている。

図表10 限界利益率の推移  
（全産業）



図表11 限界利益の増減の要因分解  
（売上高・限界利益率、全産業）



（注）限界利益率 = 限界利益 ÷ 売上高、限界利益 = 売上高 - 変動費  
（出所）財務省「法人企業統計年報」

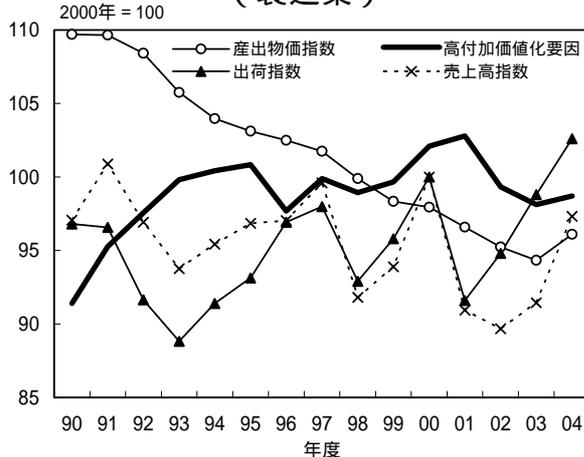
### 3-3. なかなか進まない高付加価値化

販売製品の高付加価値化（高級化）が進み、製造・販売する製品やサービスの単価が上昇すれば、価格要因は利益を押し上げることになる。

製造業の出荷指数と産出物価指数を掛けあわせて計算された売上高と、実際の売上高の動きとの間には乖離がある。これは、指数が基準年において固定された製品の販売数量、価格の動きを調査しているのに対し、実際に販売される製品は常に入れ替わっているためである。

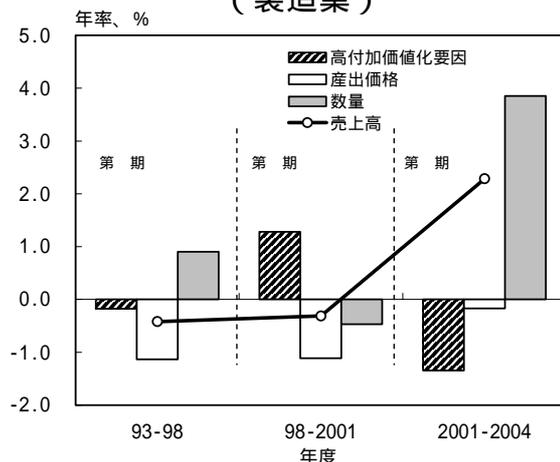
そこで、売上高は数量×価格×製品の高付加価値化要因で定義されると考えて、販売製品の高付加価値化の進展具合を計算してみると、2001年度までは上昇していたが、その後は低下している（図表12）。第 期～第 期の別でも、第 期では売上高の減少要因となっている（図表13）。この原因として、販売する製品の内訳が価格の安いものにシフトしていることが考えられる。たとえば、同じ自動車であっても大型乗用車から軽自動車への買い替えが進むといった場合である。また、全く同じ製品をディスカウントして売却するケースが増えていることが原因となっている可能性もある。家電メーカーが製品を量販店に出荷する際に値引きを行えば、それだけ売上高を減少させることになる。製造業においては、ここ数年、こうした動きによって販売価格が低下し、利益のマイナス材料となっている。

図表 12 販売製品の高付加価値化要因（製造業）



（出所）財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「金融経済統計月報」、経済産業省「経済産業統計」

図表 13 売上高の伸び率の要因分解（製造業）



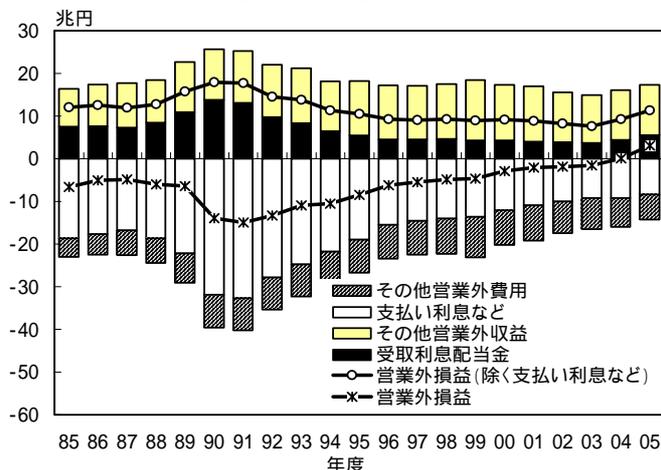
なお、非製造業については、データの制約上、高付加価値化の動きを抽出することはできない。ただし、製造業ほどには国際的な価格競争にさらされていない分、短期的には高付加価値化の動きにあまり大きな変動はないと推察される。

#### 4. 企業の海外進出と受取配当の増加

営業外損益とは、通常は営業外利益から営業外費用を差し引いたものであり、支払い利息が大幅に減少したことが原因で、2004年度に初めて黒字に転じた(図表14)。本稿では、営業外損益のうち支払い利息だけを固定費とみなし、営業外損益から支払い利息を除いて考えることとしたが、このベースでも黒字幅は拡大している。中でも、運用利回りが低下し、企業が手元の余剰資金をできるだけ圧縮してきたにもかかわらず、受取利息配当金が安定的に推移し全体を押し上げている。

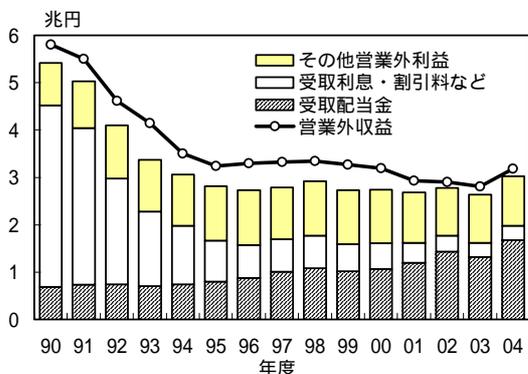
営業外収益の内訳をみると、受取利息は90年代半ばにかけて急減した後も減少が続いているが、受取配当金が増加することで営業外収益は安定的な水準に維持されている(図表15)。これは、海外への直接投資やM & Aなどの増加によるものであり、企業の投資行動が、自前の設備の構築だけでなく買収や資本参加にも広がってきたことの結果である。第 期～第 期の分類でも、受取配当金の増加が営業外損益(除く支払い利息)を押し上げている(図表16)。投資の増加による受取配当金は、企業の投融資が拡大していることから判断して、今後も増加していく可能性があり、企業の利益を下支えすることになりそうだ。

図表 14 営業外損益の推移  
(全産業)



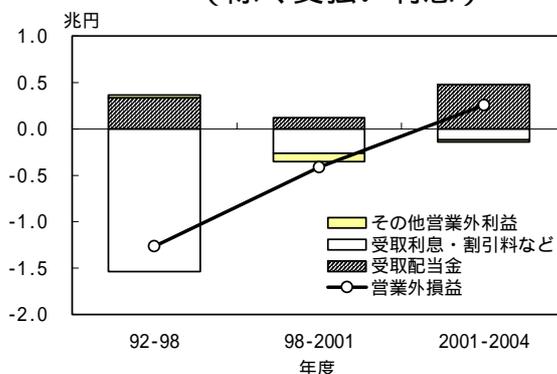
(注) 2005年度は上期の年率換算値  
(出所) 財務省「法人企業統計季報」

図表 15 営業外収益の推移



(注) 日経平均株価採用会社で金融を除く  
(出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST

図表 16 営業外損益の内訳  
(除く支払い利息)



(注) 日経平均株価採用会社で金融を除く  
(出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST

## 5. これからの企業利益の動向

### 5-1. 三段階に分かれるバブル崩壊後の収益回復

以上、経常利益の増減要因について、固定費、限界利益、営業外損益（除く支払い利息）に分けてみてきたが、それをまとめたのが図表17である。バブル崩壊後、第 期から第 期にかけて経常利益は増加を続けたが、それをもたらした理由はそれぞれの期間において、全く異なるものであった。

図表17 経常利益増減の要因分解まとめ

	1993～1998年度	1998～2001年度	2001～2004年度
経常利益	微増	小幅増加	大幅増加
総合評価	金利低下が利益を押し上げるも、景気低迷・販売不振で低迷が続く	販売不振が続くも、人件費を中心にリストラ進展で増益確保	リストラ効果息切れも、景気拡大・販売好調で増益が続く
固定費	押し上げ	大きく押し上げ	中立
支払い利息(金利要因)	大きく押し上げ	押し上げ	中立
支払い利息(債務残高要因)	中立	押し上げ	中立
人件費	押し下げ	大きく押し上げ	中立
減価償却費	押し下げ	押し上げ	押し下げ
限界利益	中立	押し下げ	大きく押し上げ
販売数量	押し下げ	押し下げ	大きく押し上げ
価格	押し上げ	押し下げ	押し下げ
うち高付加価値化要因	中立	押し上げ	押し下げ
限界利益率	大きく押し上げ	中立	中立
売上高	押し下げ	押し下げ	大きく押し上げ
営業外損益(除く支払い利息)	押し下げ	押し下げ	中立

第 期は、雇用の削減は本格化しておらず、賃金も上昇していたため人件費の増加が利益を下押しした。また、債務残高も増えていたためこの面からは支払利息の負担は減っていなかった。こうした中、金融緩和政策によって企業の借り入れ金利が低下し、支払利息の削減を通して経常利益は支えられていた。さらに、仕入れ価格の下落を販売価格に時間差をもって反映させたことも利益にプラスに寄与した。第 期は、自らの経営努力というよりも、経済政策による収益のサポートに依存していた期間であるといえよう。

第 期は、バランスシート調整やリストラによる固定費の圧縮が利益を拡大させた時期であり、企業が自らの努力によって増益を確保した。97年秋から98年秋にかけての金融危機をきっかけに、金融機関の不良債権処理が加速するとともに、貸し渋りという言葉も使われたように銀行の貸出姿勢は慎重になった。企業は債務の圧縮による財務体質の改善に本格的に取り組まざるを得なくなり、結果として支払利息が減少した。同時に、リストラによる人件費の削減も本格

化し、固定費の削減が収益改善に大きく貢献することになった。

第 期は、固定費の圧縮による効果が一巡するとともに、成長に伴う利益の増加が堅調になってきた時期である。B R I C s ( ブラジル、ロシア、インド、中国 ) に代表される新興国の成長や米国景気の回復を背景に輸出の拡大が続き、企業の利益を拡大させた。なお、第 期、第 期に利益の押し下げ要因となっていた営業外損益 ( 支払い利息を除く ) は、グローバル化の進展に伴う受取配当金の増加によって利益の押し上げ要因に転じた。

#### 5-2. 引き続き販売数量の動向が鍵

バブル崩壊後の企業収益の改善をもたらした諸要因は、これからどう変わっていくのだろうか。また、今後の利益はどうなっていくのだろうか。

すでに削減による利益押し上げ効果が一巡している固定費については、次第に増加して利益にマイナスに作用することが予想される。雇用環境が改善しつつあり、人件費負担は増していこう。有利子負債残高の減少にも歯止めがかかりつつあり、将来的には金利の上昇も予想される。このため、利払い費は減少幅が縮小し続け、いずれは増加に転じよう。減価償却費についても、新規設備投資が活発化している現状から判断して増加していく見込みである。もっとも、企業もリスストラの手をそう簡単に緩めることはないため、負担が増していくとしても速度は緩やかであると思われる。

営業外損益 ( 除く支払い利息 ) は、今後も増加傾向が続きそうだ。これまでの投資の累積効果によって配当が増加すると予想されることに加え、金利上昇による受取利息の増加も期待される。企業収益を安定的に下支えしていくことになる。

限界利益については、原油価格などの原材料価格の高止まりが続いているため、仕入れ価格上昇の影響が2006年度中はフルに効いてくること、変動費の増加分を販売価格に転嫁することは引き続き難しそうであることから、価格要因による増加は難しそうである。

結局、今後の企業利益は、引き続き販売数量の動向に左右されることになりそうである。固定費、変動費のコストが増加してくるため、販売数量の伸びが鈍化してくれば、利益が減少する可能性もある。企業の収益力が高まってきているのは確かであるが、世界経済の減速など外部環境が変化してくれば、その影響を受けることに変わりはない。

## 6. ポスト・デフレ時代の企業収益

### 6-1. 低下が止まった損益分岐点

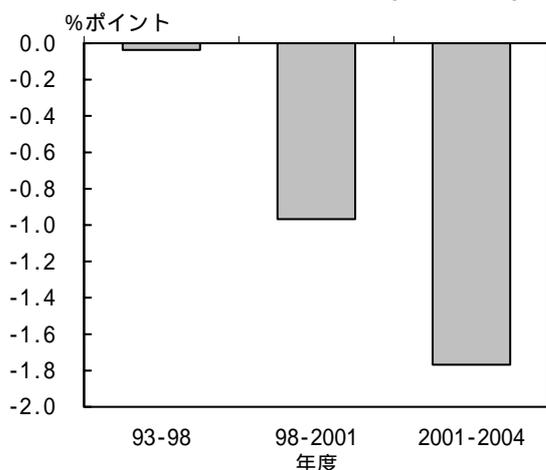
それでは、数量要因や変動費要因といった外部環境の変化に振り回されず、安定的に利益を獲得し、増加させていくためには何をしていけばいいのだろうか。

企業の収益力を判断する基準の一つに、損益分岐点（限界利益と固定費が同額となり、利益がゼロとなる点）がある。損益分岐点比率（損益分岐点÷売上高×100）の動向をみると、93年度をピークに低下が続いており、低下幅は第期になるにしたがって大きくなっている（図表18）。つまり、利益が赤字になるまでの余力が大きくなっているということであり、収益面での安全度が増している。

ところで、第 期における損益分岐点比率の低下は固定費削減によるものであるが、第 期では売上高の増加によるものである。この両者の違いは、損益分岐点の水準の変化に現れている。すなわち、第 期では損益分岐点が下がっているのに対し、第 期ではほとんど変化していない（図表19）。

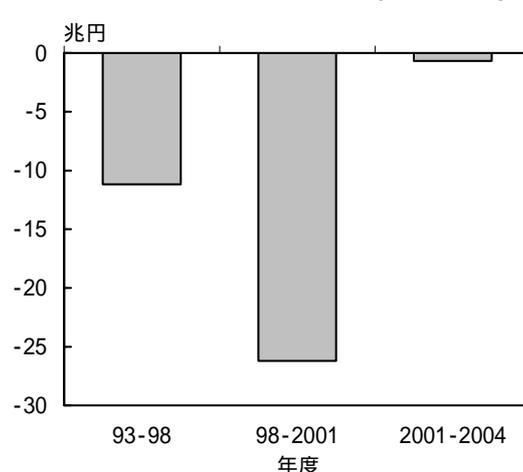
損益分岐点が下がっていないと、売上高の減少にあわせて利益も減少してしまう。一方、損益分岐点が低下していれば、売上高が減少しても利益の落ち込みは比較的小さく、安定的な利益を獲得することが可能である。企業にとって必要なのは、低下が止まっている損益分岐点を再び低下させることである。

図表 18 損益分岐点比率の  
年平均変化幅（全産業）



(出所) 財務省「法人企業統計年報」

図表 19 損益分岐点売上高の  
年平均変化幅（全産業）



(出所) 財務省「法人企業統計年報」

## 6-2. 限界利益率の引き上げに必要なもの

損益分岐点は、 $\text{固定費} \div (1 - \text{変動比率}) = \text{固定費} \div \text{限界利益率}$ と定義される。このため、損益分岐点を引き下げるとは、限界利益率を上昇させることと同じである。

すでにみたように、限界利益率は、最近はほとんど改善していない(図表10)。限界利益率を引き上げるためには、変動費、固定費といったコストの削減か、販売数量を増やすことでも達成できるが、現在の企業に欠けているのが、販売価格を引き上げることである。

バブル崩壊後、企業の経営努力は、過去の負の遺産の処理やコストの削減が中心であり、なかなか前向きな動きが出てこなかった。販売価格を引き上げるよりも、販売価格下落に対応するためのコスト削減や、販売数量の増加によって販売価格下落の落ち込みをカバーしてきた。しかし今後、企業が安定的に収益を獲得し続けるためには、販売価格の上昇によって収益力強化を図っていくことが必要である。調達先の拡大などによる仕入れ価格の削減や、営業努力による販売数量増加といった点も企業の経営努力によるものであるが、それだけで十分というわけではない。

販売価格を引き上げることができるのは、需要が強くなり供給が追いつかなくなった場合、業界再編成などの結果として価格交渉力が増す場合、高付加価値化を進めることで、より高価な製品・サービスを提供する場合、などが考えられる。このうち、は外部環境の変化によるものであり、経営努力でコントロールできない。についても、個別の企業の経営努力だけでは実現が難しい。企業の経営努力で収益力を高めていくためには、の高付加価値化によるものが最も有効であろう。

## 6-3. 格差拡大の可能性

現在のように販売数量が増加している間は、多くの企業の利益が増加するため企業間の利益格差は目立たない。しかし、いったん需要の拡大が止まってしまうと企業間の収益力の格差が際立ってくる可能性がある。

デフレ脱却で企業収益はますます良くなるという楽観的な見方もあるが、ポスト・デフレ時代になれば、固定費がふたたび収益を圧迫する。もちろん、売上の増加に見合った固定費の拡大であれば利益を圧迫するとは言えない。しかし、固定費が増加し、原油など原材料価格の上昇により変動費も増加する中で、収益を確保できるのは付加価値の高い製品・サービスを提供できる企業、すなわ

ち本当に競争力がある企業に限られるのではないか。

ポスト・デフレ時代の企業収益は、企業間、業種間の格差が拡大してくる可能性がある。