

21世紀初頭の企業収益，企業財務の動向

——財務活動は変わったか？——

木 村 由紀雄

要 旨

20世紀末，企業財務の環境は大きく変わった。企業はバブル崩壊不況下で3つの過剰の整理に苦しんできたが，ようやくそれに目途をつけたところへ，政府によって金融ビッグバンという改革が実施された。日本の金融・証券市場を国際水準に引き上げるとともに，企業金融を間接金融から直接金融へシフトさせ，日本の企業金融を証券市場中心にするというのがそのねらいであった。企業自身も株価低迷に苦しんできたため，証券市場，株主重視の経営に舵を切ろうとしていた。

21世紀初頭はそうした各者の意図が初めて交錯する時期であった。この時，企業は実際にどのような財務活動を行ってきたのか。財務活動の前提となるのは，企業収益である。そこで，2000年代，10年の企業収益動向を分析し，それが企業の財務活動へどうつながっていったのか，企業はどのような財務活動をおこなったのか，明らかにしたい。

21世紀初頭，企業収益は海外経済の好調に導かれて，期待以上に改善，好転した。しかし，企業が設備投資を積極化させ，外部から資金を取り入れる段階までは至らなかった。財務活動は負債削減優先，自社株買いの増加という基調に大きな変化はなかった。2008年にリーマン・ショックが発生すると，再び守りの姿勢が強化されてしまったのではないか，と思われる。証券市場が期待したような財務行動の変化は起きなかった。現在，リーマン・ショック，東日本大震災を超え，企業収益は新たな拡大期にある。財務行動に変化が起きるか，見守るべき時である。

目 次

- | | |
|--|----------------|
| I. はじめに —— なぜ21世紀初頭の企業収益と
企業財務に注目するのか | (1) ポスト構造改革の時代 |
| 1. 21世紀最初の10年という時期 | (2) 企業金融の環境変化 |
| | (3) 企業財務の意識変化 |

21世紀初頭の企業収益、企業財務の動向

(4) 証券市場の支援

II. 21世紀初頭の日本企業の経営環境

1. 21世紀初頭10年間の内外の経済動向

(1) 世界経済の動向

(2) 日本経済の動向

2. この10年間の日本経済の特徴

(1) 輸出に支配された時代

(2) 新しい芽は育ったか

III. 企業収益の動向

1. 成長性と収益性、そして安全性

(1) 成長性の評価は売上高、利益の増減率に集約される

(2) 収益性の評価は、資本利益率（ROA、ROE）で行う

(3) 安全性の評価：流動性、利払能力の評価

2. 21世紀初頭の企業収益で、見落としとしてはならないこと

(1) 平均値から離れた企業群の出現

(2) この後の企業収益

IV. 財務活動 …… 10年間の総括

1. 企業収益から資金需要へ、さらに財務活動へ

2. 財務構造の変化

V. むすび

I. はじめに —— なぜ21世紀初頭の企業収益と企業財務に注目するのか

1. 21世紀最初の10年という時期

(1) ポスト構造改革の時代

大瀧雅之氏は日本経済の2000年代初頭を「構造改革期」、1990年代を「失われた10年間」、80年代後半を「バブル期」と規定する¹⁾。1990年代、企業はバブル崩壊不況で顕著になった3つの「過剰」の整理に迫られた。20世紀末は企業の大リストラの時代であった。これを「失われた」と表現されるのも止むを得ない。しかし、大体、20世紀中に整理を終えて新たな気持ちで21世紀を迎えた。このリストラを象徴するのが、日産自動車の企業再生、ターンアラウンドである。外部から迎えたトップがわずか1年でひん死状態の大企業の財務立て直し、企業再建に成功した。

21世紀は企業再生、ターンアラウンド機運の高まりとともに始まった。ターンアラウンドは

アメリカではビジネスとして確立していたが、日本ではハゲタカ、ハゲタカ・ファンドとして警戒される傾向が強かった。

また、銀行の「過剰」問題の代表である不良債権処理は20世紀中にヤマを超えたといえるが、しかし、一部の銀行はその処理が長引いており、政府が大々的に最終的な不良債権対策を取ったのは21世紀に入ってからであった。企業にとっては、2000年代初頭はポスト構造改革期と位置づけられるのではなかろうか。

(2) 企業金融の環境変化

企業財務は21世紀始めに大きな転機を迎えていた。企業金融の環境が大きく変化したからである。まず20世紀末に実行した金融ビッグバン（金融・証券市場の大改革）で金の流れが変わる可能性が生まれた。ビッグバンが企業金融について狙ったのは企業金融を間接金融から直接金融へ転換させ、金融の中心を証券市場とすることとされた。

20世紀末の橋本政権はグローバリゼーションの先頭を行く金融国際化の潮流に棹さして、日本的な金融構造を一気に変えてしまおうと決断

した。政府は国民に向かって「貯蓄から投資へ」と呼びかけた。昔の「銀行よ、さようなら、証券よ、こんにちは」の再現である。

21世紀を待たず、証券会社の資産運用の広告には、確実な投資信託、有利な外貨預金、外国為替証拠金取引、海外の高利回り社債が登場するようになり、銀行預金を証券市場へシフトさせようと攻勢をかけた。しかし、政府は銀行にも貯蓄から投資への受け皿を用意した。銀行は純粹持株会社解禁となり、金融グループとして再編強化が図れることになった。証券会社を子会社として抱え込み、グループとしては証券業務を本業とすることができるようになった。そして銀行にも普通社債の発行が認められた(1999年10月に住友銀行が1,000億円発行したのが始まり)。

もともと、金融ビッグバン実施の背景には、政府に銀行がバブル崩壊で抱え込んだ不良債権の処理で余力を失い、これからの資金需要に十分に応えられないのではないかという懸念があったのである。

(3) 企業財務の意識変化

企業はバブル崩壊から得た教訓として株価の維持・上昇の重要性、株主に顔を向けた経営姿勢の必要性を強く認識するようになっていた。証券市場との付き合いの重要性を学んだのである。証券業界との対話、指導もあって、財務はどのようにすれば株価上昇に貢献できるのか、本気で考えるようになった。その中で、経営目標としてROE(自己資本利益率)、株主価値最大化など株主の立場を最優先する指標の改善、上昇が浮上してくる。株主配当、自社株式買いなど株主還元策(ペイアウト政策)の強化拡大が強調される。

企業財務の意識変化を企業の外から支援したのが、様々な制度改革であった。まず、①自社株買いの完全解禁。これは株式の意義、役割を大きく変えるもので、株式資本は明治以来の自己資本の充実から財務政策の手段となったのである。これはまずバブル時代に過剰に積み上げた株式資本の適正化に役立った。

②企業会計が連結主になった(2000年3月期より)。「連結財務諸表を主たる財務諸表として開示することとなった」が、連結決算は子会社と一体化したバーチャルな決算である。また、キャッシュフローの重要性が強調され、2000年3月期より、「キャッシュフロー計算書」の作成、公表が義務づけられた。

③会計もグローバルゼイションで、時価会計、為替変動調整、減損会計、年金会計などが導入され、これらが収益の変動要因として軽視できなくなり、そのコントロールの手腕が問われるようになる。要するに会計が証券市場に密着してきた。そして、この問題は、現在、国際会計基準(IFRS)の導入で仕上げ段階に入っている。

④財務戦略が本格化へ。3つの「過剰」をはば片づけた企業は前向きの「財務戦略」を立てられる状況を迎えた。財務責任者の地位が高まり、「戦略」が強調される。財務戦略では、財務体質改善と成長戦略の両立がうたわれることが多く、以前の日本企業の決まり文句であった自己資本の充実は今やどこにもうかがえない。その代わりに、バランスシートのスリム化、外部負債の圧縮、また、投資リスク・財務体質悪化をミニマイズ、棚卸資産の削減、債権流動化、Cash Management System 導入によるグループ資金効率化、財務指標管理の徹底、資金調達方法の最適化、などが並ぶのである。

図表 1 世界経済の成長率

(単位：%)

	2000年	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均	90年代平均
世界	4.7	2.2	2.8	3.6	4.9	4.6	5.3	5.4	2.8	-0.6	5.1	3.7	2.9
アメリカ	3.7	0.8	1.6	2.5	3.5	3.1	2.7	1.9	-0.3	-3.1	2.4	1.7	3.1
ユーロ圏	3.8	1.9	0.9	0.8	2.2	1.7	3.2	3.0	0.4	-4.4	2.0	1.4	
中国	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	11.3	12.7	14.2	9.5	9.2	10.4	10.3	9.9
ロシア	10.0	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.3	5.4	
インド	5.7	3.9	4.6	6.9	7.6	9.0	9.5	10.0	6.9	5.9	10.1	7.3	5.6
ブラジル	4.3	1.3	2.7	1.1	5.7	3.2	4.0	6.1	5.2	-0.3	7.5	3.7	1.7
日本	2.9	0.2	0.3	1.4	2.4	1.3	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.5	0.9	1.5

[出所] 米国経済白書2013

⑤経営戦略として、M&A（合併・買収）が普通のことになってきた。成長戦略に必ずといってよいほど組み込まれる時代になってきた。M&Aのカギはいうまでもなく資金調達、財務である。法律は株式移転、株式交換などの制度を導入、整備して企業の要望に応えた。

（４）証券市場の支援

証券市場にとって、直接金融へのシフトという政策は大歓迎であった。変化を誘導すべく制度改革、環境整備に努めることになった。

①社債市場は大きく変わった。1996年に適債基準廃止、格付けの義務化など多くの企業が市場原理に従って社債市場にアプローチしやすくなった。企業が証券市場で資金調達を積極的に行うことを期待した。

②企業の財務戦略に証券業界がかかわる。特にROE向上の訴えを強化、IR（投資家とのコミュニケーション）の場を大いに広げる。

このような状況下で、企業は21世紀最初の10年間、どのような財務活動を行ったのか、大いに関心が持たれるのである。

Ⅱ．21世紀初頭の日本企業の経営環境

1. 21世紀初頭10年間の内外の経済動向

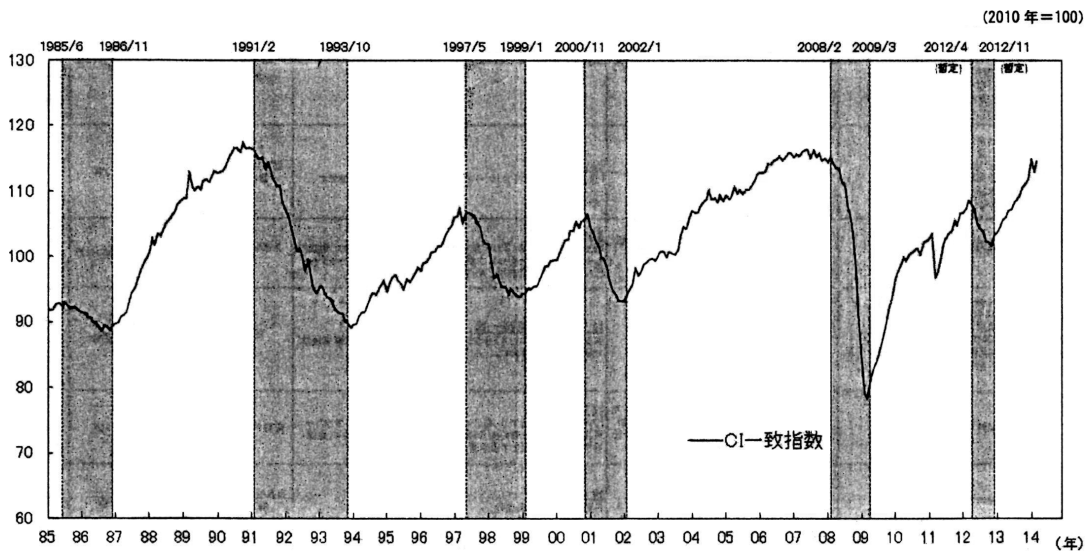
（１）世界経済の動向

2000年代最初の10年間、世界経済の成長率（実質GDPの伸び率）は1990年代よりも高まった。90年代の年平均2.9%に対し、同3.7%となった（図表1）。

①アメリカ経済は90年代の平均3.1%から2000年代は平均1.7%へ低下した。アメリカの景気はIT（情報技術）バブル崩壊の後、2001年3月をピークとして後退、1991年3月から10年、120カ月続いた歴史的な長期間の景気拡大はついに終わった。景気後退は2001年の9.11同時多発テロの追い打ちを受け、さらに深刻化するかに見えたが、意外に早く2001年11月に底入れした。景気後退は8カ月で終了した。底入れ後、低金利が住宅投資を誘発し、景気浮揚のリード役となった。それにITが盛り返し、ネット産業が景気の主役に躍り出た。

こうした景気拡大は2007年11月まで続いた。

図表2 景気動向指数の(CI一致指数)推移



(注) シャド部分は景気後退期を示す。

〔出所〕 内閣府「景気動向指数」

アメリカ経済は2008年9月のリーマン・ショックの前年に金融不安の高まりを反映し、ピークアウトしており、リーマン・ショックは景気後退を加速する形となった。この後退はアメリカ経済の歴史からみても大幅なものであり、後退期間も17ヵ月という、近年では長い部類に属する。それでも、景気は2009年半ばに底打ちし、その後、ゆるやかな上昇、拡大に転じた。現在、拡大期間は60ヵ月を超えている。アメリカ経済の景気循環は変わらないが、経済成長率が90年代を下回ったことは、長期的な経済見通しにやや悲観的な見方を生んでいる。

②新興経済諸国の台頭。2000年代初頭、アメリカの経済成長率が90年代よりも低下したのに、世界経済が90年代を上回る成長率を実現したのは、新興経済諸国、特にBRICSと呼ばれる国々が急成長したからである。BRICSとはブラジル、ロシア、インド、中国（後に南アフリカが加わる）を指すが、いずれも人口が多

く、潜在成長力にはかねてから注目が集まっていた。それが1990年代、2000年代にかけ潜在から顕在へ、一気に花が開いてきたのである。BRICSはもはや下支え役、脇役ではなく、世界経済の新たなリーダーとなった。中でも中国経済の影響力はますます巨大化しつつあり、リーマン・ショックに揺れる世界経済を強力な財政政策を打ち出すことによって、不況から脱出させるエンジン役を果たした。もはや南北問題は解消し、日本の輸出環境は大きく変わったのである。そして、2010年に中国経済は日本経済を抜いてGDP世界2位の地位についた。

(2) 日本経済の動向

前世紀末、アメリカと同様なIT（情報技術）バブルといわれた景気上昇・拡大は2000年11月でピークアウト、そこから始まった景気後退は2002年1月に底を打ち、回復へ向かった。その後、中だるみを繰り返したものの、2008年2月

まで拡大を続けた。拡張期間は73ヵ月と戦後最長を記録した（図表2）。

①この長期拡大の原動力は輸出である。輸出増加が力強さを増せば、消費、そして設備投資が持ち直す、という形で経済成長率も高まっていく。2000年度から2007年度までの輸出は年率7.2%で増加、同時期の個人消費は同1.1%の伸び、設備投資は同2.5%の伸び、そして実質GDPは同1.4%の成長である。

景気拡大といっても、経済成長率は90年代と変わらない低水準であり、消費の伸びの低さに示されているように一般国民の景況感はさほど高まらなかった。しかし、日銀短観にみるように（図表3）、大企業の景況感はバブル期以来の高水準となった。企業と一般国民の景況感のギャップが大きく広がった。

輸出主導の景気上昇を経て、日本の貿易総量（輸出入合計）に占める中国、韓国、ASEANのシェアは、2000年の34%から2007年には43%に達した。日本の貿易の対中依存度は対米依存度より高くなっている。対中貿易の半分以上は一般機械、電気機器、輸送機器であり、水平分業に基づく産業間貿易が主流になっている。日本経済にとって中国経済との関係はアメリカ経済以上に深まってきている。

輸出主導でまがりなりにも景気拡大が続くと、デフレ状態と捉えられてきた日本経済もデフレ脱却の兆しが出てきたとして、2006年度には日本銀行は長期間続いたゼロ金利を解除し、公定歩合を復活させた。史上最長の景気拡大といいながら、異常異例の金融政策を続けていた。

②金利引上げは円高傾向をもたらしただため、輸出の勢いが鈍化してきた。結果として景気のピークは2008年2月となった。そこへ2008年秋

のリーマン・ショックが襲ってきた。この結果、景気は急激に悪化し、一時は30%を上回る生産落ち込みを経験した。しかし、この後退は極度に大幅ではあったが、13ヵ月と短期間で底を打ち、回復に転じた。ところが、2011年3月に発生した東日本大震災によって再び低下へと、めまぐるしく動いた（ただし、この時は景気後退の判定はされなかった）。そして、2012年4月に景気が輸出減退によってピークアウトすると、そこが景気の山と判定され、以後は再度の後退に向かった。この後退は期間7ヵ月と史上最短で終了、2012年11月を底に景気は回復、拡大の過程にあるとされ、現在に至っている。

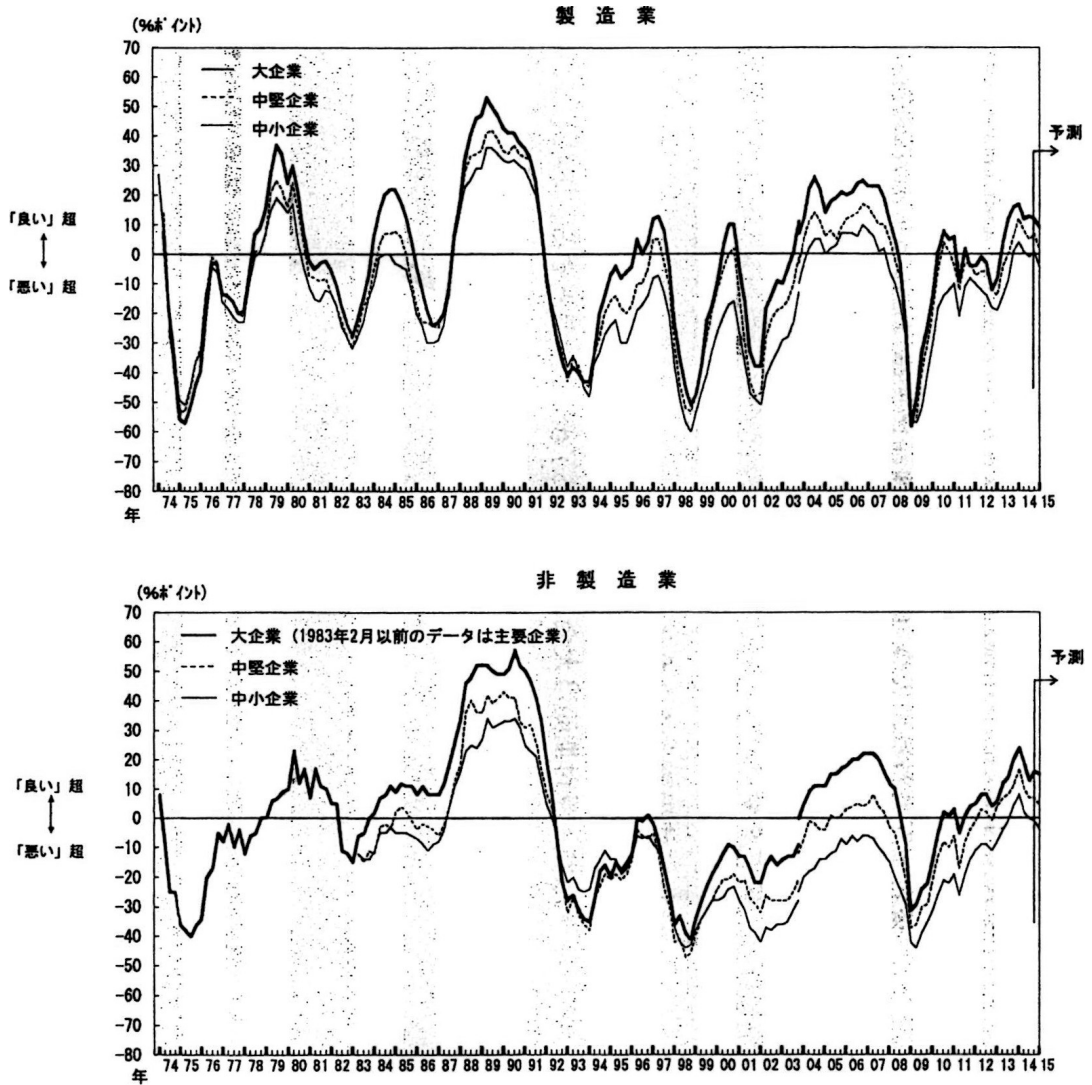
2. この10年間の日本経済の特徴

（1）輸出に支配された時代

21世紀初頭の10年、日本経済は輸出によって景気循環が決まった。景気後退も景気回復も輸出の動向に完全に支配された。輸出は為替相場のわずかな変動でも案外、大きな影響を受けることを体験した。物価下落、デフレを背景として、異常な低金利が長期化していたため、日本銀行は景気が上向いたという判断から金利を異常な状態から解放しようとして、ゼロ金利を止めると、為替相場が円高に振れ、輸出鈍化、景気反転という大きな反作用が発生した。

名目と実質の経済成長率逆転が当たり前になるなど、「デフレ」的な状況が持続し、内需は弱く、企業は国内で収益を上げるのがむずかしい時代であった。しかし、多くの企業が海外で稼ぐ力をつけ、低い経済成長率の下でも企業の景況感は高まることが実証された。

図表3 企業の景況感の推移



〔出所〕 日本銀行「企業短期経済観測調査」(2014.12)

(2) 新しい芽は育ったか

IT (情報技術) 産業, 観光産業, 介護福祉産業など期待の産業も育ってきた。しかし, まだその規模は小さく, その活動が経済全体を押し上げるまでには至っていない。そして, この10年間に少子高齢化がさらに進行し, 人口減少が現実化してきた。新しい産業が一本調子で育っていくことを期待するのはむずかしい。

しかも, この10年間の日本経済, 景気の推移が企業 (大企業) の状況と一般国民の意識の間にギャップを生んでいることが懸念される。普通の国民にとって, 景気は低調であり, 所得が伸びず, 生活は好転しない。ところが, 大企業は海外で稼いで栄えている。大企業関係者とそれ以外の国民との格差拡大が事あるごとに問題にされるようになってきた。企業にとって, こ

のような問題は自分の預かり知らぬところである、といって突き放すことで済まされるのか、企業が思わぬところで「もうけ過ぎ」を追及されたりするような時代になってきている。

Ⅲ．企業収益の動向

1. 成長性と収益性、そして安全性

21世紀初頭の企業収益の動向を捉えるためには、経営分析の常道である「成長性」「収益性」「安全性」の3つの視点からみていくことになる。そして、個別企業の収益ではなく、業種毎に集計した数字で捉える。中心となるのは、製造業という括りである。製造業の付加価値生産はGDP比30%弱であるが、経済活動全体の動向に敏感で、その方向性に大きな影響を与える。また、必要に応じて、製造業の下位分類の業種の企業収益について検討する。

（1）成長性の評価は売上高、利益の増減率に集約される

（i）成長性：製造業ベース

製造業の収益は図表4にみるように、21世紀に入って2001年度は20世紀末のIT（情報技術）バブル崩壊の余波で減収減益と落ち込んだが、2002年度から2007年度まで増収増益を続けた。2008年度は秋に発生したリーマン・ショック、世界不況到来により、減収と赤字転落という激しい落ち込みに見舞われた。利益は21世紀以前のゼロ地点へ押し戻されてしまった。

しかし、2009年度は減収ながら黒字転換、2010年度は増収増益へと上向く。リーマン・ショックは大きな落ち込みをもたらしたが、その影響は短期間に終了した。さらに日本経済は

上向きに転じていた2010年度の年度末（3月11日）に東日本大震災に襲われた。震災の影響が全面的に広がった2011年度以降は、今回の考察の対象外の期間になるが、結果だけを見ると、2011年度は売上げ微減、純利益（税引後当期利益）は顕著に減った。しかし、12年度は増収増益に転じ、純利益はほぼ2003年度の水準に戻った。そして13、14年度とこの延長線上にある。

21世紀初頭の企業収益（製造業）は、増収率が年率1.7%、増益率が同6.7%である。しかし、2007年度までに限定すると、増収率は年率5.1%、増益率は同18.0%へ飛躍する。すなわち21世紀初頭の10年間は2002年度から2007年度まで6年連続増収増益の達成で彩られている²⁾。これは景気循環の73ヵ月間拡張とぴったり合っている。ともに戦後の最長記録であり、6年間の平均1.7%という低いGDP成長率（鉱工業生産の伸びは年率4%）の下で達成された。売上げ増加以上に利益の増加が目立つ。まず、この実績は特筆に値する。

10年間の資本の成長率をみると、2008年度に大幅に収益が落ち込んだことが響いて、いったんベースが乱れたが、総資本は年率1.2%、自己資本は同2.6%の伸びとなった。総資本の増加を抑えながら、成長を追及してきたが、純利益成長率が売上成長率を上回ったことを反映して、自己資本比率も若干、上昇した。企業は程度はともあれ、目標を達成することができた。一方、20世紀末の90年代（1993年—1999年）は売上高成長率が年率2.4%、税引後利益が同1.6%と2000年代とは対照的であり、リストラに終始した90年代と治療を終えた2000年代の違いを物語っている。

図表4 製造業962社（キャッシュフロー計算書連続開示社数962社）の損益計算

指標		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均	93-99平均
成長指数	売上高	100.0	98.9	100.9	104.0	111.1	120.4	131.6	141.4	127.0	111.0	118.3	1.7	2.4
	売上総損益	100.0	9.0	95.6	162.7	210.5	260.3	304.4	318.5	-52.3	68.3	191.9	6.7	1.6
	営業損益	100.0	98.8	96.0	97.3	101.6	111.1	120.2	121.3	110.4	112.7	112.2	1.2	2.1
	自己資本	100.0	99.6	97.1	105.4	114.7	131.7	142.6	144.1	123.2	127.8	129.2	2.6	2.8
百分比損益計算書(%)	売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	売上総損益	25.4	24.6	25.7	25.7	25.6	25.1	24.6	24.2	21.3	22.9	24.0	24.5	24.7
	販売費・一般管理費	20.1	21.0	20.6	19.8	19.0	18.3	17.8	17.3	18.8	19.6	18.4	19.2	20.6
	営業損益	5.3	3.5	5.0	5.8	6.5	6.8	6.8	6.9	2.5	3.4	5.6	5.3	4.1
	受取利息・配当金	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6
	事業損益	5.8	3.9	5.3	6.1	6.8	7.1	7.2	7.4	3.2	3.8	6.0	5.7	4.7
	支払利息・割引料	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	1.3
	(利払能力(倍))	7.3	5.7	9.7	13.4	18.3	21.2	20.2	19.7	7.7	9.1	16.8	13.6	3.9
	経常損益	5.0	2.4	4.4	5.6	6.6	6.9	7.0	6.9	1.8	3.1	5.5	5.0	3.3
	税引前損益	3.5	0.9	3.4	5.0	5.9	6.5	6.9	6.6	0.6	2.5	4.9	4.2	2.8
	法人税・住民税・事業税	1.60	0.75	1.66	2.14	2.39	2.54	2.67	2.58	1.30	1.34	1.86	1.89	1.64
	少数株主損益	0.10	-0.01	0.11	0.15	0.22	0.21	0.23	0.25	0.05	0.16	0.28	0.16	0.06
	税引後損益	1.8	0.2	1.7	2.7	3.3	3.8	4.1	4.0	-0.7	1.1	2.8	2.3	1.2
	配当金	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2	0.9	0.9	0.8	0.6
	社内留保	1.2	-0.4	1.1	2.2	2.7	3.0	3.1	2.9	-2.0	0.2	2.0	1.5	0.6
損益指標(%)	使用総資本事業利益率 (ROA)	5.3	3.5	5.0	5.9	7.0	7.4	7.5	7.9	3.1	3.4	5.8	5.6	4.2
	(同上：個別決算)	5.0	3.4	4.5	5.1	5.9	6.7	7.0	7.3	3.4	2.9	4.4	5.1	4.2
	経営資本営業利益率	5.8	3.9	5.7	6.9	8.1	8.7	8.8	9.1	3.3	3.8	6.6	6.4	4.2
	(同上：個別決算)	5.8	3.7	5.4	6.3	7.3	8.2	8.8	8.5	2.0	1.8	4.4	5.7	4.2
	自己資本税引後利益率 (ROE)	4.6	0.4	4.3	7.1	8.4	9.4	9.8	9.8	-1.7	2.4	6.6	5.6	3.2
	(同上：個別決算)	2.7	-0.3	2.6	4.6	5.3	7.1	7.4	8.2	-1.2	2.0	4.2	3.9	2.8
	利子対有利子負債比率	2.3	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7	1.6	1.3	1.3	1.6	3.2
	配当性向	28.8	343.9	30.1	20.8	19.4	20.3	23.1	26.0	-	80.5	31.0	62.4	61.2
連単倍率(倍)	売上高の連単倍率	1.76	1.86	1.88	1.91	1.93	1.96	1.97	2.00	2.02	2.06	2.05	1.95	1.50
	営業損益の連単倍率	1.86	1.99	2.08	2.17	2.23	2.18	2.14	2.33	3.34	4.50	3.25	2.55	1.65
	税引後損益の連単倍率	2.09	-	2.13	1.95	2.09	1.81	1.92	1.76	-	1.68	2.23	1.96	9.83
	使用総資本の連単倍率	1.65	1.69	1.69	1.67	1.71	1.75	1.80	1.81	1.77	1.76	1.75	1.73	1.49
	自己資本の連単倍率	1.25	1.28	1.26	1.29	1.35	1.41	1.47	1.49	1.41	1.43	1.43	1.37	1.12

〔出所〕 日本政策投資銀行編「産業別財務データハンドブック2004年版、2011年版」

(ii) 成長性：個別産業の特徴

製造業という産業大分類の下位の中分類で捉えてみると、成長性にも特徴のある産業がみえてくる。

21世紀初頭の10年間、増収増益が目立ったのは、まず石油精製である。原油価格の高騰につれて、販売価格が上昇、コスト高を吸収して年率13.0%の増益を達成した。売上高も同4.2%の増加と産業界最高の伸び率を記録した。しかし、石油業界には増収増益の原因が喜べない性格のものであるだけに、好況という意識はなかったと思われる。この間に大手企業同士の経営統合、非上場会社の株式公開といった経営政

策が現実化したのである。

次に鉄鋼、化学といった素材産業系の大きな産業の復活が目立ったことである。リーマン・ショック後に落ち込んだため、10年間を通した成長率は特に高いとはいえないが、6年連続増収増益期間の成長は目覚ましかった³⁾。90年代にリストラを進め、いわゆる筋肉質の企業体質を作り上げていたところへ、世界経済の浮揚によって輸出が増加し、成長を実現した。

次に加工組立産業で、業種間の明暗が目立ったことである。電気機械の後退、輸送用機械（中心は自動車）、精密の着実な躍進、一般機械の底堅さが指摘される。一般に加工組立型産業

は円高に弱い。そして、この10年間、円高が繰り返し襲ってきたような印象があるが、リーマン・ショックまでは1ドル=100円以内にとどまり、とりわけ実質ベースでみれば基本的に円安圏で推移した。これを海外市場への依存度の高い産業、企業は輸出の増加、現地生産子会社の好調と収益的に大いに潤った。ところが、加工組立産業の2本柱ともいべき電気機械と輸送用機械の間に大きな格差が生まれた（図表5）。

1990年代までは成長性は電気機械が輸送機械を上回っており、電気機械は産業界のエース的存在であった。しかし、2000年代初頭の10年間、状況は劇変した。輸送機械は中心の自動車の一部にそれまで足を引っ張る企業があったが、リストラを経て立ち直り、業界再飛躍の原動力となった。これに対し、電気機械はそれまで中心となって業界を引っ張り、自他ともに認めるメイドインジャパンの代表として、世界市場で高い評価を得てきた民生用電気機器（消費者向け電気製品）が世界市場で劣勢を強いられるようになってきた。他国のライバル企業にシェアを奪われ、収益も急降下してきた。21世紀最初の10年間、電気機械は減収減益で終わった。その原因は周期的に訪れる為替相場の変動、円高に揺さぶられたことは否定できないが、要するに企業の総合力が低下してきたためではなかろうか。特に外国のライバル企業の急速な台頭は他産業ではみられない現象であった。

さらに、加工組立産業の産業分類を細かくみると、総合メーカーの没落、部品会社の成長という現象が目につく。一般機械、電気機器、輸送用機械は小分類でそれぞれ機械部品、電子機器部品、自動車部品という産業がある。以前は

下請けといった捉え方をされ、立場の弱い産業のようにみなされてきた。ところが、次第に独自の競争力をつけ、単独で世界市場に飛び出し、市場を獲得するようになってきた。2000年代、その傾向は一段と強まり、一昔前の総合メーカーとの位置関係は今や逆転し、部品会社の方が強くなってきている。一部の部品会社は特定分野で世界のリーダー的存在に成長した。

製造業以外の業種は、内需中心の産業が多い。このため、経済成長率を上回る成長が期待できる産業は多くない。成長した業界、10年間増収増益ペースを貫いたのは、小売業、不動産業、ガス業といったところである。いずれも需要が堅調であったといえるが、しかし成長率は飛び抜けているわけでない。10年間の成長率が一番高かったのは、不動産業で売上高は年率3.2%成長、純利益は同6.3%成長であった。

これに対し、公共投資の削減など一貫して需要の減ってきた建設業は、10年間の売上高成長率は年率マイナス1.7%、純利益は赤字で成長率の算出不可能という惨憺たる状態であった。

（2）収益性の評価は、資本利益率（ROA、ROE）で行う

（i）収益性：製造業ベース

収益性指標として、ROA、ROEの2つに着目する。

・ROA = 使用総資本事業利益率 = 事業利益 / 使用総資本

・ROE = 自己資本税引後利益率 = 税引後利益 / 自己資本

※事業利益 = 営業利益 + 営業外収益

ROEとROAは、利益の範囲、資本の範囲が異なるが、ROEはROAに（ROA - 負債利率）× 負債比率（負債 / 自己資本）をプラス

図表5 業種別損益計算書

指 標	食料品		化学		石油精製		窯業・土石		鉄鋼		一般機械		電気機械		輸送用機械		精密機械	
	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均
売上高 引当金																		

指 標	建設業		卸売業		小売業		不動産		運輸業		電気業		ガス業		情報・通信業		サービス業	
	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均	93-99平均	100-10平均
売上高	-2.9	-1.7	-5.7	-4.1	1.1	1.7	0.8	3.2	3.1	1.0	2.4	0.2	2.4	3.1	8.5	1.6	4.6	1.10
売上総利益	—	—	—	14.4	-4.8	3.2	—	6.3	7.9	17.6	-8.0	—	10.3	7.3	—	5.1	10.5	3.80
営業費用	-3.3	-3.5	-2.4	0.8	0.9	0.8	-1.9	3.3	2.3	0.5	1.5	-0.4	3.1	0.2	7.5	1.0	3.9	0.70
営業利益	-4.6	0.6	-0.8	7.4	2.0	2.8	-5.3	9.0	1.7	5.8	1.8	0.9	2.8	3.7	5.6	2.8	5	3.40
売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
売上総利益	11.93	11.20	4.91	11.17	30.64	33.33	18.81	21.93	15.71	18.91	22.86	25.03	52.61	42.43	16.36	28.95	31.44	30.77
販売費・一般管理費	8.64	8.18	4.34	8.84	27.76	29.45	11.21	10.77	10.14	11.17	8.59	15.12	45.80	34.62	9.36	19.47	23.96	19.69
営業損	3.27	3.00	0.57	2.35	2.91	3.87	7.60	11.16	5.59	7.73	14.23	9.90	6.8	7.82	7.03	9.46	7.47	11.05
事業損	3.79	3.25	1.34	2.90	3.16	3.99	8.34	11.51	6.1	8.04	14.39	10.13	7.10	8.02	7.21	9.83	8.24	11.29
経常損	2.36	2.90	0.44	2.58	2.36	3.90	1.83	8.91	2.39	5.65	6.37	6.14	4.23	6.98	4.94	9.05	6.86	10.97
税引前損	0.39	1.42	0.19	2.28	2.03	2.83	-0.76	6.00	2.04	4.61	6.39	4.97	4.09	6.73	4.67	7.81	6.29	9.63
税引後損	-0.50	0.48	-0.06	1.39	0.60	1.21	-1.34	3.23	0.79	2.55	3.23	2.59	1.81	4.06	1.80	3.34	2.70	5.27
使用総資本事業利益率 (ROA)	2.76	3.29	2.63	4.01	4.31	5.69	2.67	4.48	3.54	4.85	5.59	3.75	4.44	5.95	4.63	6.56	4.76	9.25
自己資本税引後利益率 (ROE)	-2.1	1.43	-0.79	7.43	3.07	4.74	-2.71	5.07	2.94	6.73	5.09	4.50	4.10	7.85	3.41	5.85	4.21	8.80
利益対有利子負債比率	2.56	1.55	3.17	1.72	2.67	1.32	3.1	1.48	4.44	2.75	5.19	2.36	3.00	1.78	3.83	2.00	2.01	1.12
売上高の連単倍率	1.14	1.24	1.29	1.22	1.36	2.47	1.5	1.55	1.68	1.83	1.10	1.06	1.18	1.23	5.31	3.51	1.27	1.52
営業利益の連単倍率	1.09	1.36	1.77	5.46	1.89	2.91	1.28	1.33	1.17	1.40	1.04	1.13	1.29	1.38	5.82	4.15	1.18	1.71
単倍使用総資本の連単倍率	0.38	1.45	0.33	2.64	5.82	2.10	-0.06	1.48	0.82	1.37	1.12	1.24	1.23	1.22	5.70	2.01	1.32	1.36
倍使用総資本の連単倍率	1.16	1.19	1.63	1.68	1.51	2.54	1.25	1.15	1.37	1.35	1.05	1.06	1.21	1.23	6.76	4.66	1.28	1.29
率自己資本の連単倍率	0.97	1.12	1.02	1.46	1.02	2.29	0.96	1.04	1.09	1.27	1.06	1.11	1.09	1.16	4.62	3.33	0.97	1.28

(出所) 図表4に同じ

図表6 製造業962社（キャッシュフロー計算書連続開示社数962社）の貸借対照表

指 標		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
百分比貸借対照表(%)	流動資産	50.0	48.3	48.6	48.2	48.9	48.4	48.7	48.6	47.4	48.0	49.0	48.6
	(現金・有価証券等)	11.7	11.3	11.5	11.9	11.7	11.3	11.2	10.7	11.5	12.8	13.2	11.7
	(売上債権)	19.6	18.2	17.9	18.0	18.2	17.7	17.8	17.4	15.0	16.1	15.8	17.4
	(棚卸資産)	12.5	11.8	11.5	11.3	11.7	11.8	12.0	12.6	12.9	11.4	12.0	12.0
	固定資産	50.0	51.7	51.4	51.8	51.1	51.6	51.3	51.4	52.6	52.0	51.0	51.4
	(有形固定資産)	31.2	31.9	31.6	30.2	29.5	28.4	28.1	28.5	30.3	28.8	27.7	29.7
	(投資その他)	17.0	17.8	17.4	19.3	19.1	20.8	20.4	19.1	18.2	18.5	18.7	18.8
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	流動負債	39.5	38.3	37.5	36.3	36.0	35.4	35.9	36.0	34.7	32.7	33.3	36.0
	(買入負債)	13.3	12.0	12.3	12.7	13.1	13.0	13.3	13.0	10.2	11.1	11.3	12.3
	固定負債	23.3	24.0	24.8	23.6	21.9	20.6	19.8	19.5	23.3	24.5	23.4	22.6
	少数株主持分(旧)	2.1	2.3	2.2	2.2	2.5	2.5	1.0	1.1	1.1	0.0	0.0	1.5
	資本・純資産	35.1	35.4	35.4	37.9	39.6	41.6	43.3	43.4	41.0	42.8	43.3	39.9
	(資本金・資本準備金)	14.5	14.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	(資本金・資本剰余金)	0.0	0.0	15.2	15.4	15.3	14.4	13.6	13.7	15.2	15.0	15.1	
	(その他の)	20.5	20.4	19.9	22.5	24.3	27.2	29.7	29.7	25.8	27.8	28.2	25.1
有利子負債残高	29.6	30.1	29.0	26.4	24.3	22.5	22.1	22.7	27.9	26.4	25.2	26.0	
財務比率(%)	負債比率	179.2	176.1	175.9	157.8	146.5	134.6	133.9	133.4	148.1	143.7	140.2	151.8
	(同上：個別決算)	114.3	113.1	110.0	103.2	98.7	93.7	96.5	96.9	103.4	103.7	101.3	103.2
	固定比率	142.6	146.1	145.1	136.6	129.1	124.1	123.3	123.4	134.4	130.6	126.3	132.9
	流動比率	126.5	126.0	129.3	132.7	135.7	137.0	135.7	135.0	136.6	147.0	147.1	135.3
	総キャピタリゼーション比率	44.3	44.4	43.5	39.7	36.7	33.8	33.3	33.8	39.9	38.1	36.7	38.6
	使用総資本回転率(回)	0.91	0.88	0.92	0.95	0.98	1.00	1.00	1.03	0.96	0.88	0.93	0.95
	経営資本回転率(回)	1.09	1.08	1.13	1.18	1.24	1.27	1.28	1.31	1.21	1.09	1.16	1.19
	棚卸資産回転期間(月)	1.65	1.67	1.52	1.44	1.40	1.40	1.43	1.43	1.59	1.66	1.50	1.52
	売上債権(含割手)回転期間(月)	2.58	2.58	2.36	2.27	2.21	2.15	2.13	2.05	2.03	2.13	2.05	2.23
	買入債務回転期間(月)	1.73	1.73	1.59	1.58	1.57	1.56	1.57	1.53	1.45	1.46	1.44	1.56

〔出所〕 図表4に同じ

したものであり、負債比率の大きさが、ROEの変動幅を大きくする。負債比率が大きいほど（ROA－負債利率）がプラスの場合、ROEは高くなる。しかし、マイナスの場合、ROEは低下する。負債比率はROEとROA間の関係を大きく変化させるレバレッジの役割を果たす。ROAとROEは資本利益率の指標ではあるが、捉える立場、目的が異なる。ROEは株主、投資家の立場に立った収益指標である。企業の収益力そのものを捉えるにはROAの方が適切である。すなわち事業利益は総資本、企業の所有する全資本の活動に対するリターンである。ROAはリターン獲得の効率性を示す。

さらに、ROA、ROEは次のように分解される。

$$\bullet \text{ROA} = (\text{事業利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高}$$

／総資本)

$$\bullet \text{ROE} = (\text{税引後純利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{自己資本})$$

（売上高／資本）は資本回転率といわれ、いくつか種類の異なる、概念の異なる資本の働きぶり、効率を示す。ROA、ROEを上昇させるには、売上高利益率を上昇させるか、資本回転率を大きくすることである。例えば、小売業での営業時間の延長は資本回転率を引き上げようとする努力である。しかし、資本回転率は図表6からもわかるようにそれほど変化するものではない。ROAを向上させるには事業利益率を引き上げられるかどうかのポイントになる。

製造業の10年間のROAの動向をみた場合、注目されるのは6年連続の増収増益期間における損益構造の推移である。すなわち、粗利益率

は次第に低下してきたが、次の段階の利益である売上高営業利益率（これは本業の利益の幅を意味する）であるが、これが年々、向上してきた。営業利益は売上高からコスト（売上高を稼ぐためにかかったコスト）を引いたものであるが、売上げ増加につれてコストも増加していく。過去の20世紀の増収増益期間ではそれが長期化するにつれ、次第にコスト比率が上昇し、営業利益率が低下、それが収益の方向を反転させるきっかけになることが多かった。

今回の粗利益率の低下、これは原価率の上昇でもあるが、原価の大宗を占める原材料費の上昇によるところが大きかった。原材料価格は原油を始め国際商品価格の上昇を反映して世界的に上昇してきた。つまり、原材料価格の上昇は企業努力ではどうにもならないものであった。結局、営業利益率の上昇を実現させたのは販売費・一般管理費（販管費）の抑制であった。販管費は広告宣伝費、人件費（本社部門）、研究開発費などからなるが、連結決算では内訳が公表されない。特に製造業では研究開発費は2カ所に分けて計上されており、ウエートも高いはずであるが、一部の会社が注記で全額を明らかにしているにとどまる。とにかくこうした販管費が抑制され、営業利益率の上昇が実現した。利益率の上昇と財務の改善が両立した。

さらに、金利は事実上のゼロ金利状態が長期間続いたため、金融費用の削減、利子負担の低下が継続した。ほとんどの業界で営業利益率と経常利益率の差がなくなっていく。事業利益は営業利益と経常利益の間に入るが、低金利の定着で、営業外収益（受取利息・配当金）のウエートがあまり変わらず、営業利益との差は安定的に推移した。つまり、営業利益の動向と事業利益の動向にギャップは生じないのである。

次に、海外子会社の収益への貢献が次第に実現してきており、連結経営の成果があがってきた。連単倍率は収益、資産の両面で大きくなっている。ただ、海外子会社の貢献のウエートは同じ基準で明らかにされておらず、全体像はつかめない。断片的な情報では、海外子会社の売上高営業利益率は国内生産のそれよりも低いケースが多いようである。製造業では大手ほど海外市場への依存度（輸出、海外生産）が高くなっており、素材産業、加工組立産業を問わず、50%を超える企業が増えてきている。中には70～80%に達する企業もある。

こうした企業は為替相場の変動によって、収益が大きな影響を受ける。為替相場が円高・外国通貨安という局面では輸出や海外子会社の採算が悪化し、全体の収益を押し下げることになる。逆に円安・外国通貨高になれば、海外市場依存度の高い企業ほど潤うことになる。＜成長性＞の分析でもみたように、21世紀初頭、2008年のリーマン・ショックまでは必ずしも円高で推移したわけではなかった。むしろ2003年頃、政策当局が円高阻止として巨額の円売り・米ドル買い介入を行い、円相場を円安へ誘導したことの影響が大きかった。この時、輸出が大きく伸び、採算も改善したことが輸出主導の景気上昇を本物にした。2002年初から2008年初まで、戦後最長の景気拡大は文字通り輸出主導、輸出次第の景気であった。

ROAの上昇は売上高事業利益率の上昇によって実現した。2004年から4年間は7%を超えた。しかし、2008年度後半にリーマン・ショックによる世界不況に見舞われたため、売上高営業利益率、同事業利益率は大幅にダウンし、結果としてROAも急降下した。大不況到来に対して、早期、大規模のリストラに踏み切

る企業が多く、減益、赤字が次の回復のバネとなり、2009年度は早くも増益に転じた。減収が続く中で増益に転じた、減収増益となったのである。売上高営業利益率、同事業利益率、ROAも低下したのは1期、1年で終わり、回復に転じたが、回復、上昇のテンポはやや遅く、先行水準には至っていない。この結果、ROAは10年間平均では5.6%へ90年代平均の4.2%から上昇した。

ROEは当然ながらROAと並行して上下した。注目されるのは両者の水準は、ROA > ROEが90年代以来、通常の姿であるように見えたが、2000年代に入り2003年度から5年間、ROA < ROEとなった。この間、負債比率は一貫して低下傾向にあったから、レバレッジ効果が生じたわけではない。この理由は税引後利益（純利益）の増加にある。純利益は長い間、経常利益（営業利益＋営業外収支）とかい離した低い水準にあった。その大きな理由は、経常収支の次の段階の特別収支が継続的に大きな損失超となってきたからである。リストラ費用、不良資産の処分損などが高水準で推移してきたことが大きい。それが収益回復とともに、縮小していき、経常利益と税引前利益の差が小さくなってきた。そして純利益が正常化され、経常利益の増加に比例して増加していった。すなわち、ROEは分子の増加によって水準を引上げ、ROAを上回るに至った。

（ii）収益性：個別産業で特色のある業界の動き

主力産業の電気機器はROAでみても後退が著しい。2000年代のROAが90年代より低下したのは、金属製品、電気業と電気機器に過ぎないのである。機械産業でも一般機械、輸送用機

械、精密機械は2000年代にROAをめざましく上昇させており、電気機器との対照が際立っている。電気機器の没落はビジネスモデルの敗退を意味しており、韓国、台湾、それに復活したアメリカ企業などに抜かれ、抜き返された。さらに小売業の家電量販店に価格の主導権を奪われた。粗利益率でみると、民生用電気機器よりも小売業の方が高いのである。

ところで、収益指標としてROA、ROEの実績をどう評価すべきだろうか。収益性の指標に絶対的な基準は存在しない。よい、悪いの判断は国際比較による。つまり、欧米先進国の代表的企業と比較し、その結果、日本企業のROA、ROEは低い、したがって日本企業の収益力は劣るというのが通例である⁴⁾。確かに、現在、平均的な日本企業の財務指標をとると、欧米企業よりも劣っているだろう。しかし、その点から日本企業はダメということにはならない。何よりも2000年代初頭は90年代の転機を乗り越え、諸指標をすべてといってよいほど好転させており、その点からだけでも企業のパフォーマンスは評価されてよいと考える（図表7）。

（3）安全性の評価：流動性、利払能力の評価

（i）流動性

企業収益の動向の判断では安全性の評価が欠かせない。どのような時代であっても企業は経営破綻、倒産のリスクを免れることができない。そして破綻の原因はつねに資金繰りの行き詰まりである。それゆえ、企業はリスクに備えた資金の管理を行っている。安全性の評価は企業が資金調達環境をどう判断しながら資金繰りを行っているか、資金のコントロールは行き

図表7 業種別貸借対照表

		食料品	化学	石油精製	窯業・土石	鉄鋼	一般機械	電機機械	輸送機械	精密機械
指 標		00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均
百分比貸借対照表 (%)	流動資産	39.32	49.46	49.00	40.55	37.34	59.05	52.57	46.81	60.77
	(現金・有価証券等)	10.63	14.95	4.96	10.30	4.55	15.09	14.25	9.45	18.93
	(売上債権)	15.20	19.08	20.68	16.47	13.63	22.75	19.85	12.15	19.92
	(棚卸資産)	10.05	11.05	18.30	10.85	15.32	15.43	12.33	9.97	17.15
	固定資産	60.68	50.53	51.00	59.45	62.65	40.95	47.43	53.18	39.23
	(有形固定資産)	36.25	28.93	35.92	40.45	43.57	24.08	21.99	29.40	19.04
	(投資その他)	15.15	16.72	13.24	15.23	18.03	14.01	20.91	23.11	15.15
	合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00
	流動負債	30.39	29.05	49.75	31.88	35.12	34.96	37.25	39.47	31.34
	(買入債務)	8.86	10.03	15.36	9.59	12.15	14.26	13.60	12.05	11.20
	固定負債	21.24	17.58	24.05	25.32	30.23	16.12	24.39	24.37	16.58
	少数株主持分(旧)	1.07	1.35	1.19	1.44	1.02	1.35	2.65	1.20	0.64
	資本・純資産	47.30	52.03	25.02	41.36	33.65	47.58	35.72	34.96	51.45
財務比率 (%)	(資本金・資本準備金)									
	(資本金・資本剰余金)									
	(その他の)	29.49	36.76	15.22	26.00	17.75	28.44	18.13	25.58	31.44
	有利子負債残高	21.68	20.50	33.32	31.35	37.23	20.15	21.07	30.89	21.67
	負債比率	112.39	92.52	312.59	143.05	221.04	110.77	179.32	187.82	93.85
	固定比率	131.71	99.93	216.82	148.04	207.50	88.01	137.67	156.12	76.50
	流動比率	129.79	171.08	98.42	128.58	108.00	170.16	141.06	118.94	195.91
	総キャピタリゼーション比率	30.93	27.74	55.81	42.25	51.61	29.16	35.40	46.06	29.35
	使用総資本回転率(回)	1.31	0.80	1.74	0.74	0.78	0.89	0.97	0.95	0.84
	経営資本回転率(回)	1.56	0.98	2.03	0.89	0.97	1.04	1.23	1.26	1.00
	棚卸資産回転期間(月)	0.92	1.64	1.23	1.77	2.36	2.12	1.55	1.28	2.48
	売上債権(含割手)回転期間(月)	1.39	2.88	1.46	2.73	2.16	3.12	2.49	1.56	2.89
	買入債務回転期間(月)	0.82	1.51	1.07	1.58	1.88	1.96	1.69	1.54	1.62

		小売業	卸売業	建設業	不動産	運輸業	電気業	ガス業	情報・通信業	サービス業
指 標		00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均	00-10平均
百分比貸借対照表 (%)	流動資産	36.44	58.44	63.75	27.95	17.6	6.79	18.64	28.63	35.85
	(現金・有価証券等)	12.34	10.89	11.90	6.30	4.65	1.8	3.40	9.23	11.45
	(売上債権)	6.45	32.08	24.04	1.46	6.12	2.49	8.20	12.64	13.96
	(棚卸資産)	8.77	9.55	20.84	15.25	3.75	0.95	2.63	2.27	3.26
	固定資産	63.55	41.55	36.25	72.05	82.43	93.20	81.26	71.36	64.14
	(有形固定資産)	39.05	13.89	19.10	55.40	70.51	81.8	65.66	45.51	39.85
	(投資その他)	20.98	25.75	16.58	14.96	10.59	11.16	14.07	16.01	17.66
	合計	100.00	100.00	100.00	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	流動負債	37.32	47.37	52.51	25.84	25.05	16.16	20.73	22.77	27.36
	(買入債務)	12.37	25.65	23.78	3.73	4.50	1.61	4.04	6.46	100.0
	固定負債	22.86	29.81	17.99	49.85	51.44	61.45	39.21	32.00	20.75
	少数株主持分(旧)	1.86	1.15	0.41	0.54	0.45	0.15	0.34	4.69	0.51
	資本・純資産	37.95	21.67	29.06	23.78	23.07	22.22	39.75	40.54	51.33
	(資本金・資本準備金)									
	(資本金・資本剰余金)									
	(その他の)	21.08	12.50	17.00	13.33	14.15	15.26	30.75	20.41	27.31
	有利子負債残高	31.83	41.25	22.66	58.21	52.21	56.34	38.80	28.38	22.24
財務比率 (%)	負債比率	165.73	387.55	254.27	342.74	353.20	358.53	156.25	143.30	96.06
	固定比率	174.46	205.44	129.29	322.79	376.50	429.15	210.57	186.06	127.31
	流動比率	98.16	124.76	121.98	110.23	70.32	42.75	90.68	126.15	132.43
	総キャピタリゼーション比率	44.36	64.26	43.48	70.47	68.91	71.51	49.25	38.65	30.01
	使用総資本回転率(回)	1.42	1.39	0.99	0.38	0.59	0.38	0.75	0.68	0.84
	経営資本回転率(回)	1.82	1.87	1.19	0.45	0.69	0.46	0.92	0.83	1.05
	棚卸資産回転期間(月)	0.74	0.88	2.63	4.84	0.79	0.28	0.41	0.40	0.46
	売上債権(含割手)回転期間(月)	0.54	2.94	2.87	0.48	1.24	0.78	1.30	2.21	2.00
	買入債務回転期間(月)	1.05	2.35	2.87	1.20	0.92	0.50	0.63	1.13	1.41

〔出所〕 図表4に同じ

届いているかどうかをみる。

基本となるのは短期資金の収支状況をみる流動比率（流動資産／流動負債）である。流動性は資本蓄積が進み、企業の信用が高まる一方、経済の成熟に伴って金融市場の資金需給が緩和基調になるにつれ、重要性は低下すると考えられるが、それでも企業にとっては、流動性のレベルの追及、維持は永遠の課題である。

図表6にみるように、21世紀初頭の製造業の流動比率は一貫して上昇傾向にあり、手をゆるめる動きはみられない。金融緩和の定着、長期化といっても、この10年の間に身をもって体験したようにリーマン・ショックのような事態になれば、一気に事情が変わる。現金の持ち過ぎ、資金の非効率運用といった指摘もあるが、今後も企業の態度は変わらないだろう。

（ii） 利払能力

利払能力は（事業利益／支払利息・割引料）でみる。利払能力は倍率でとらえられる。数字が大きいほど利払いの余力がある、企業の安全度は高いことになる。この数字が大きくなるには、分子の事業利益の増加以外に分母の支払利息・割引料が減少すればよい。有利子負債の縮小、負債利率の低下も影響する。この10年間、製造業では有利子負債残高を減らす動きを止めていない。そして負債利率も低下傾向が続いている。

利払能力は事業利益によって大きく向上することが予想されるが、6年連続の増収増益期間、製造業の利払能力は20倍を超えた。その後、リーマン・ショックによって1桁に低下したが、2010年度には13倍にまで回復している。安全性の水準が問われたのはリーマン・ショック後の大不況到来の時である。結果的には、大

不況の割には上場企業の倒産は少なかった。確かに、不動産業などでやや乱脈経営をしてきた企業の倒産は発生したが、普通の経営をしていた企業は大不況を乗り切ったのである。2000年代初頭、多くの企業が財務の改善、強化を怠らず、安全性を向上させてきた賜物であろう。

2. 21世紀初頭の企業収益で、見落としではならないこと

（1） 平均値から離れた企業群の出現

これまでの話は平均値の話であった。過去の実績を平均値でみて国際比較をすれば、日本企業の収益力は劣るということになる。しかし、平均値でなく、個別企業でみると、製造業の中に収益力を顕著に向上させた企業がいくつか出現してきたことに注目したい。

信越化学、クラレ、コマツ、ダイキン工業、クボタといった企業群である。この10年間、収益力を顕著に向上させてきた。収益力の指標としてROA、ROE、売上高営業利益率を見ると、国際的にも遜色ない水準に達している。元来、業界では有力な地位にあったが、必ずしもトップ企業ではなかった。しかし、国際市場での競争力強化を指向して、選択と集中を進め、特定分野では世界トップの位置をめざしている。海外で稼ぐ力が飛躍的に強化され、この10年で大きく成長したのである。これから続こうとする企業に成功モデルを提供した。

（2） この後の企業収益

2011年度の企業収益に東日本大震災のマイナスの影響で、減収減益に転落。2012年度は回復し、小幅増益となった。目まぐるしい変化である。

2011年度は前年度最後の月、3月に東日本大

震災に見舞われる、GDP は短期間、マイナス成長、しかし、景気後退とは認定されず、2009年3月を谷とする拡大が続いていると判断された。ところが、2012年度は景気後退の年となった。景気の山は2012年4月と判定されたが、輸出鈍化による生産後退がはっきりしたからである。

しかし、後退期間は短く、7カ月で終了という史上最短記録になった。現在は2012年11月を谷とする拡大局面にあるとみなされている。2014年度に入って、消費税率引上げによって個人消費が落ち込み、GDP は2四半期連続でマイナス成長を記録した。しかし、企業収益は円安進行のプラス効果で増益基調を維持している。2014年に景気がピークアウトし、後退局面へ突入したという判定は出されないものと思われる。

IV. 財務活動 …… 10年間の総括

1. 企業収益から資金需要へ、さらに財務活動へ

(1) 企業収益の変動と資金需要の変動

企業収益が順調な場合、さらなる成長を追及するための資金需要が発生してくる。いわゆる前向きの資金需要である。21世紀初頭において、このような関係はどう展開したのか。

企業収益が不振を続ける、あるいは一気に不振に陥ると、必ず不振企業が生き残るために必要な資金需要が発生する。後向きの資金需要である。このような場合、企業は金融機関から借入れるか、資産売却くらいしか、必要資金を調達する、捻出する方法がない。財務活動の方法

や選択の議論をする余地はないのである。

21世紀初頭の財務活動の前提として、国民経済全体から捉えた企業の貯蓄・投資バランスの推移を確認しておく必要がある。実は1990年代の終わり頃から、企業金融の構造は大きく変化してしまった。すなわち、法人企業を全体で見ると、貯蓄超過へ変化した。つまり企業は資金需要をすべて内部資金で賄ってしまうようになった。これが一時的なものなのかどうか、21世紀へつながる問題として提起されていた。

企業は2002年度から6年間続いた増益時期、時の経過とともに次第に設備不足の声が高まってきたが、企業は前向きの資金需要にどう対応したのか。どのような財務戦略をとったのか。

(2) 企業の活動をキャッシュフロー計算書から捉える

キャッシュフロー計算書は、2000年3月期から作成が義務付けられたもので、財務諸表の中では一番新しい。他の財務諸表、貸借計算書、損益計算書が発生主義で作成されているのに対し、現金主義で作成される。発生主義の「利益はオピニオンである」が、キャッシュフロー計算の「キャッシュは事実である」という言葉が示す⁵⁾ように、発生主義ではとらえ切れない財務の詳細を明らかにする。

キャッシュフロー計算書は、企業の経営活動をキャッシュフローからとらえるが、営業活動によるキャッシュフロー、投資活動によるキャッシュフロー、財務活動によるキャッシュフロー、の3つにわけて把握する。各項目や合計は符号がなければ、企業にキャッシュが入ってきたことを、マイナスがついていると、企業からキャッシュが出て行ったことを示す。営業活動によるキャッシュフローの合計がマイナス

であれば、企業は赤字であることを意味し、一大事である。

投資活動によるキャッシュフローは設備投資、有価証券の購入などでキャッシュが出ていくのが通常の姿であり、合計にマイナスがつくのが正常である。もし、合計に何も符号がついていないのであれば、プラスを意味し、資産売却や有価証券の売却などで企業に入ったキャッシュの方が多いいことを示す。企業は縮小を指向しているわけで、喜ばしいことではない。なお、営業キャッシュフローと有形固定資産の取得・売却差額の差をフリーキャッシュフローとよび、文字通り企業が自由にできるキャッシュを指す。それを設備投資に使う、株主に還元する、どうしようと経営者の自由である。企業の経営目的はフリーキャッシュフローの最大化である、とする考え方もある。

財務活動によるキャッシュフローは営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの合計がどうなっているのか、その動向をみながら、企業が乗り出す財務活動を表している。もし、両者の合計がマイナスであれば、企業はキャッシュ不足、資金不足状態に陥りつつあることを意味するから、財務活動はキャッシュを取り入れる方向で行われる。財務活動の合計の符号はなし、つまりプラスである。これに対し両者の合計がプラスであれば、企業はキャッシュを取り入れる必要がない、むしろこれまでの負債を返済しようとする動きに出るだろう。この場合、財務活動によるキャッシュフローの合計はマイナスがつく。キャッシュは企業から出て行ったのである。

もちろん、企業は両者の合計がプラスであり、キャッシュを取り入れる必要がない場合でも、例えば非常に金利が安くなったような場

合、将来の資金需要に備えてあえてキャッシュを取り入れる財務活動を行うことがある。正に財務戦略である。3つのキャッシュフローを合計した結果は「現金・同同等物」の期末残高に帰着する。これは貸借対照表の現預金と等しく（現金同等物は選択の幅があるため、完全に等しくはならない）なる。キャッシュフロー計算書と従来からの財務諸表はここでつながるのである（図表8）。

キャッシュフロー計算書については、20世紀末年からスタートしたため、歴史が浅いこともあり、製造業、非製造業の括りで検討したい。

（3） 製造業：営業活動、投資活動、財務活動それぞれのキャッシュフローの推移

製造業は企業収益、設備投資、資金需要の動向に敏感である。21世紀初頭、製造業の資金需要はどう変化していったのか、そしてどのような財務活動につながったのか。

2002年から企業収益の増加、投資活動の活発化が並行している。しかし、投資キャッシュフローは営業キャッシュフローの範囲内に収まっている。投資が内部資金（営業活動によるキャッシュフローに等しい）で賄われる財務活動は2007年まで続いた。財務キャッシュフローは内部資金による投資が続く限り、原則的にプラスにはならない。資金調達が必要がないからだ。したがって、企業は負債削減を優先させ、結果として自己資本のウエートが高まり、自己資本比率は上昇していく。しかし、2006年あたりから投資の活発化によって資金需要が増えてきて、次第に内部資金だけでは不足するのでは、という状況に近づいてきた。まず負債を削減するという財務活動は転機を迎えた。図表9にみるように、製造業の設備判断はバブル期以

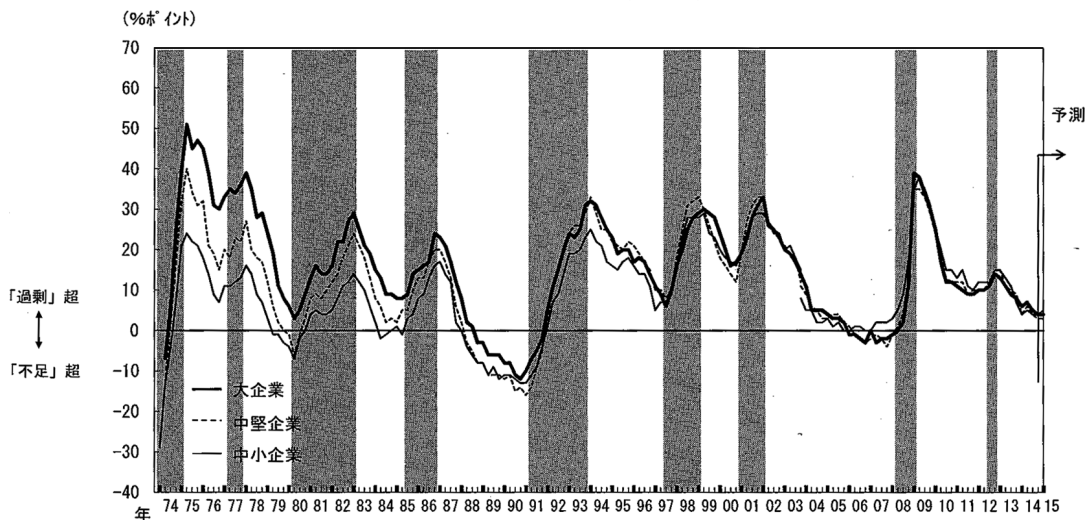
図表8 キャッシュフロー計算書 (製造業)

年 度 実額 (1社当り, 100万円)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
営業活動によるキャッシュフロー	735社	749社	838社	882社	882社	896社	901社	962社	962社
投資活動によるキャッシュフロー	25,432	27,524	25,851	25,734	29,208	30,904	18,930	28,692	26,565
有価証券の取得・売却差額	-15,059	-15,688	-18,586	-20,937	-26,395	-28,449	-24,196	-18,821	-16,439
有形固定資産の取得・売却差額	1,615	1,508	849	739	887	2,168	3,418	-632	-196
投資有価証券の取得・売却差額	-13,245	-13,245	-14,880	-17,692	-20,276	-20,692	-19,469	-12,663	-12,458
連結範囲変更子会社株式取得・売却差額	-731	806	33	-279	-1,011	-1,270	-773	-589	-549
貸付金の貸付・回収差額	-69	-44	-33	-171	-861	-2,749	-1,877	-1,174	-486
その他投資活動収支差額	-1,384	-1,606	-1,792	-1,577	-1,024	-2,720	-3,212	-1,718	-1,580
財務活動によるキャッシュフロー	-1,244	-3,201	-2,764	-1,981	-4,110	-3,186	-2,283	-2,045	-1,170
短期借入金の借入・返済差額	-9,818	-8,697	-6,802	-4,233	-620	-1,837	6,148	-6,830	-7,366
長期借入金の借入・返済差額	-4,691	-4,030	-2,081	142	1,865	1,782	4,180	-7,517	-1,230
社債の発行・償還差額	1,102	1,234	657	-145	2,466	1,504	8,716	3,544	-962
株式発行・自己株式取得収支差額	-2,393	-2,524	-2,690	-729	-180	371	-413	281	-1,078
(親会社)配当金支払	-2,132	-1,110	-302	-814	-1,750	-2,123	-1,806	742	-169
少数株主への配当金支払	-1,633	-1,901	-2,143	-2,783	-3,505	-4,102	-4,464	-2,605	-2,819
その他財務活動収支差額	-120	-132	-159	-184	-246	-271	-327	-269	-282
現金及び現金同等物の増加額	51	-234	-84	141	730	1,002	554	-685	-473
現金及び現金同等物の期首残高	-59	2,189	693	1,506	2,800	-759	-1,481	3,158	1,424
現金及び現金同等物の期末残高	35,107	35,263	34,690	34,089	35,841	38,339	37,836	34,827	37,944
フリーキャッシュフロー額	35,171	37,693	35,612	35,910	38,776	37,748	36,558	38,032	39,422
(フリーキャッシュフロー額)	12,186	14,280	10,972	8,042	8,932	10,212	-539	16,030	14,107

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
営業キャッシュフロー・売上収入比率 (%)	6.8	6.1	7.7	8.1	7.7	7.4	7.7	7.7	5.4	9.6	8.4	7.5
営業キャッシュフロー・純設備投資比率 (%)	151.3	129.3	193.3	202.7	166.6	145.0	144.7	149.1	98.7	226.6	213.2	165.5
営業・投資キャッシュフロー・売上収入比率 (%)	2.3	1.0	3.2	3.5	2.1	1.3	0.8	0.6	-1.4	3.3	3.2	1.8
純利益・減価償却費構成比率 (%)	28.8	3.4	26.7	40.7	46.4	50.3	51.5	48.6	-15.7	16.0	36.4	30.3
営業キャッシュフロー・有利子負債比率 (%)	20.1	17.8	24.6	29.0	30.6	31.2	33.7	34.7	19.4	31.7	30.9	27.6
営業キャッシュフロー・流動負債比率 (%)	15.1	14.0	19.0	21.1	20.7	19.9	20.8	21.9	15.6	25.5	23.3	19.7
営業キャッシュフロー・長期債務比率 (%)	41.0	22.8	33.0	42.0	52.6	57.0	62.2	59.2	25.0	39.2	46.6	43.7
利益能力<キャッシュフロー>インテレストカバレッジ (倍)	13.3	14.2	19.6	25.3	29.7	32.1	31.5	28.9	20.4	28.7	31.2	25.0
キャッシュフロー配当性向 (%)	7.9	9.7	7.0	7.5	9.0	11.6	13.0	14.4	25.1	10.0	11.7	11.5

〔出所〕 図表4に同じ

図表9 生産・営業用設備判断 (製造業) の推移



〔出所〕 日本銀行「企業短期経済観測調査」(2014.12)

来、初めて「設備不足」を訴える企業がそうでない企業を上回った。

そして、企業収益が急激に落ち込んだ2008年には投資キャッシュフローのマイナスが営業キャッシュフローを上回り、フリーキャッシュフローはマイナスに転じた。企業はついに資金を取り入れる財務活動を行った。この時、優先されたのは借入金による資金調達で中心で、社債、株式など直接金融ではなかった。緊急事態の出現であったから財務戦略を練る余裕がなく銀行借入に走ったのではなかろうか（図表8）。

ここで、株式による資金調達（株式発行・自己株式取得収支差額）はマイナスが続いたことに注目したい。2009年度は若干のプラスになったが、10年間でこの年以外は一貫して資金流出、つまり自社株・自己株買いが株式発行を上回る状況が続いている。90年代までとは様変わりである。

2008年度の変化は企業の財務戦略を評価する機会であったが、2009年度は収益回復、投資抑制という形で、再び投資キャッシュフローは営業キャッシュフロー内に収まった。また元の行動パターンに戻ってしまったように見える。財務戦略、財務行動を評価するにはなお時間の経過が必要だ。

（4） 非製造業：営業活動、投資活動、財務

活動それぞれのキャッシュフローの推移

非製造業ベースのキャッシュフロー動向は製造業ベースに比べると、緩やかである。2002年度からの長期景気拡大中、営業活動によるキャッシュフローは着実に増加していき、設備投資も増加してきたが、フリーキャッシュフローの縮小ペースは緩やかだった。設備投資は内部資金で賄われる財務活動は貫かれた。しか

し、2008年度はフリーキャッシュフローはプラス、営業キャッシュフロー・純設備投資比率は100%を上回っていたが、財務活動は10年間で初めて資金取り入れに転じた。大不況到来という不安がやや過剰反動的な財務活動につながったといえよう（図表10）。

この時の資金調達はやはり長期借入金、短期借入金が中心で、社債、株式の発行は副次的である。株式発行は2008年度もなおマイナスであった。ただ、株式発行・自己株式取得収支差額は製造業に比べると、早くからプラスになる年もあり、つねに自社株買いが先行していたわけではない。

非製造業も2009年度には営業キャッシュフローが回復し、設備投資は減少したため、フリーキャッシュフローは急増、借入金の返済も一気呵成に行われた。非製造業ベースでも、財務活動の変化が生じたかどうか、結論を出すのはむずかしい。

2. 財務構造の変化

（1） リスクへの備えの意識は強い

製造業ベースの貸借対照表（BS）でみる：財務構造の基本指標である資本・純資産比率（自己資本比率）の推移をみると、資本・純資産の上昇傾向、負債の低下傾向という大きな流れに変わりはない。10年間の終わりに不況に見舞われたため、おそらく企業の意に反して、自己資本比率が低下した。今後もしばらく、自己資本比率の上昇に注力する姿勢は変わらないだろう。

設備投資の結果である有形固定資産比率は次第に低下する傾向にある。2007年度の景気拡大のピークに向かって上向く局面もあったが、リーマン・ショック後に再び低下傾向に転じ

図表10 キャッシュフロー計算書 (非製造業)

年 度 実額 (1社当り, 100万円)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
営業活動によるキャッシュフロー	24,182	26,947	28,635	26,341	26,385	24,994	26,422	30,176	28,837
投資活動によるキャッシュフロー	-11,814	-11,268	-13,231	-18,672	-20,410	-22,315	-26,354	-20,105	-19,966
有価証券の取得・売却差額	868	1,544	-193	-255	106	-187	-13	100	-128
有形固定資産の取得・売却差額	-12,205	-12,556	-13,637	-16,051	-16,952	-19,972	-20,262	-15,772	-15,956
投資有価証券の取得・売却差額	148	458	1,724	-732	-804	-616	-569	-470	-349
連結範囲変更子会社株式取得・売却差額	-31	459	-96	-431	-708	-91	-365	-807	-324
貸付金の貸付・回収差額	584	331	649	366	124	322	-214	-124	-377
その他投資活動収支差額	-1,179	-1,505	-1,679	-1,578	-2,197	-1,770	-4,930	-3,032	-2,832
財務活動によるキャッシュフロー	-14,091	-13,109	-14,871	-8,480	-6,139	-3,165	4,057	-9,161	-2,452
短期借入金の借入・返済差額	-6,541	-7,154	-4,036	-1,741	-1,980	497	3,454	-5,405	-695
長期借入金の借入・返済差額	-3,415	-3,519	-5,379	-3,665	-577	753	5,519	696	2,210
社債の発行・償還差額	-2,064	-776	-2,020	-242	-204	1,442	1,038	1,035	972
株式発行・自己株式取得収支差額	140	941	-249	-662	284	-1,214	-1,686	60	-89
(親会社)配当金支払	-1,383	-1,408	-1,939	-2,247	-2,633	-2,970	-3,519	-2,652	-2,810
少数株主への配当金支払	-99	-136	-70	-85	-135	-186	-170	-138	-158
その他財務活動収支差額	-729	-1,057	-1,177	166	-894	-1,487	-428	-2,417	-1,416
現金及び現金同等物の増加額	-2,002	2,280	544	-529	101	-775	3,269	1,019	6,080
現金及び同等物の期首残高	34,294	30,968	29,533	30,201	29,749	29,354	28,322	29,675	30,782
現金及び同等物の期末残高	32,486	33,405	30,294	29,983	30,460	28,493	31,681	30,812	36,928
(フリーキャッシュフロー額)	11,977	14,391	14,998	10,290	9,433	5,022	6,160	14,404	12,882

	年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
C F O 関 連 指 標	営業キャッシュフロー・売上収入比率 (%)	6.7	7.1	7.2	8.0	8.7	8.1	7.5	7.1	7.1	10.0	9.2	7.9
	営業キャッシュフロー・純設備投資比率 (%)	144.3	156.0	187.1	209.4	200.0	173.7	155.6	131.4	132.2	191.3	180.7	169.2
	営業・投資キャッシュフロー・売上収入比率 (%)	1.0	3.0	3.3	4.4	4.3	2.7	0.8	1.0	0.2	3.3	2.8	2.4
	純利益・減価償却費構成比率 (%)	24.8	-5.6	18.1	30.6	28.5	41.1	41.0	38.4	26.4	27.5	29.7	27.3
	営業キャッシュフロー・有利子負債比率 (%)	12.7	13.6	14.4	17.2	16.6	17.2	16.8	16.5	15.4	20.2	19.2	16.3
	営業キャッシュフロー・流動負債比率 (%)	16.5	18.2	19.7	23.1	21.1	20.6	19.2	19.5	20.3	27.3	26.0	21.0
	営業キャッシュフロー・長期債務比率 (%)	17.2	16.2	14.8	20.7	21.2	23.0	24.2	22.3	18.6	20.1	22.0	20.0
	利益能力<キャッシュフロー>インテレストカバレッジ> (倍)	6.7	7.8	9.4	11.2	12.1	13.6	13.7	13.8	13.4	16.3	16.5	12.2
	キャッシュフロー配当性向 (%)	6.4	6.7	6.3	6.1	7.5	8.8	10.8	12.6	13.8	9.2	10.3	9.0

〔出所〕 図表4に同じ

た。こうした傾向は潜在成長力を劣化させていくことになり、憂慮すべき問題である。

自己資本比率の上昇は負債比率の低下と同義である。負債比率は当初、低下基調で推移したが、2008年の不況でいったん中座した。不況後はまた負債残高の削減を再開したように見える。これは自己資本比率の動きとメダルの裏表の関係にある。自己資本比率は40%前後へ達しており、十分な水準にあることは企業も認識している。しかし、リスクへの対応には敏感になる傾向があるようで、自己資本比率の上昇はかつてのように至上命題であった時期は過ぎているが、可能ならば引き上げておきたい、といった心理は健在のようである。

現預金の保有動向をみると、究極の安全志向

である現預金の保有比率は、高水準を保っている。不況で落込んでも、すかさず回復している。この点、企業の強い意思がうかがえる。この10年間でもリーマン・ショックといった、外からの災難に見舞われた。現預金の保有はこうしたリスクへの備えである。現金持ち過ぎといった批判が聞かれることがあるが、多くの企業にとって聞く耳をもたないといったところであらう。

(2) 財務活動のパターンは変わるか？

21世紀初頭の経験から財務活動は企業収益次第であることが確認された。これは今後も変わらないだろう。つまり、資金需要にはまず内部資金で対応し、それでカバーできなくなって外

部資金に目を向けることになる。この時期、予想外の長期景気拡大が続いたが、成長率は高くなく、資金需要の成長はさしたるスピードではなかった。生まれる営業キャッシュフローによって十分に対応できるレベルで推移した。リーマン・ショックのような予期せぬ出来事によって、後向きの資金需要が急増し、外部資金を取り入れざるをえない、といった事態は例外的であろう。もし、リーマン・ショックがなかったら、財務活動はどう展開していただろうか、興味深いものがある。

こうした行動が変わるとしたら、企業の財務活動に対する意識の変化である。具体的には最近、一段と、強調されるようになってきたROE指向経営が企業財務を動かす時がくるかどうかである。今後、ROE向上のために純利益の増加を超えて負債を増やす、自己資本を減らすという行動が広がるかどうかである。

もちろん、現在、リーマンショック、東日本大震災を乗り越え、新たな拡大期にある企業収益が財務行動をどう変代させてくるのか、注目を怠れない。

V. むすび

本稿の課題は、企業収益の動向を踏まえた企業の財務活動を捉え、21世紀初頭の実相を探ってみることであった。企業収益は案外、良好であったが、財務活動はさしたる変化はみられなかった。今後も高い成長率は望めないから、こうした事態に大きな変化はないだろうと結論づけた。

20世紀末に証券市場が期待したような動きは大きくならなかった。株式は圧倒的に自社株買いの多い時代となっており、エクイティファイ

ナンスに湧いたバブル時代とは180度回転した。証券市場が期待したのは、社債市場の成長であったが、21世紀の社債市場の実績をみると、事業債（社債）の発行は10年間で微減といったところである。

この間、社債市場の活性化をめざして、議論や提言が行われたが、議論の前提は外国の社債市場と比べたら小さい（証券市場、金融市場におけるシェア）ということである。しかし、21世紀に入って、銀行社債（民間金融機関の事業債）、債権流動化関連商品（事実上の社債）の市場が成長しており、まだ健全な金融債を合わせると、社債市場は決して不活発といえないのではないか。日本では国債市場が大きくなり過ぎていて、社債市場が不振に映るのではないかと思われるのである。

注

- 1) 大瀧 [2012] P.1～2
- 2) 企業収益の記録は大きくペースが変わっており、2000年代と20世紀とは単純な比較はできないが、単独決算、経常利益という概念で把握した証券会社などの記録をみると、1960年代から70年代にかけての「いざなぎ景気」で5年連続増収増益がある。それ以外は好景気といわれた時期でも3年連続増収増益止まりであった。
- 3) この時代の評価：2003年から2008年に新日鉄社長を務めた三村明夫氏の言葉「私が社長の5年間は5%成長という夢のような時代であったが、歴史的にみると、世界経済は3%しか伸びていない。あんな時代はもうやってこない」。（『週刊東洋経済』、2012年新年号）
- 4) 青木茂男「日米欧企業（製造業）の財務特性」『会計・監査ジャーナル』No. 689, DEC. 2012。この論文は本稿とほぼ同じ時期の英米独仏企業と日本企業（製造業）のROA、ROEなどを比較し、全てにわたって日本企業は劣っていると結論づけている。
- 5) 中沢・池田 [1998] P.24

参 考 文 献

- 日本政策投資銀行 [2011] 『2011年版 産業別財務データハンドブック』、日本経済研究所
日本政策投資銀行 [2004] 『2004年版 産業別財務

データハンドブック』, 同
内閣府 [2014] 『景気動向指数』
日本銀行 [2014] 『企業短期経済観測調査』
米大統領経済諮問委員会 『米国経済白書2013』, 毎日新聞社
青木茂男 [2012] 『要説 経営分析 (四訂版)』, 森山書店

中沢 恵・池田和明 [1998] 『キャッシュフロー経営入門』, 日本経済新聞社,
大瀧雅之 [2012] 『平成不況の本質』, 岩波書店
渡辺 茂 [1994] 『ROE 革命』, 東洋経済新報社
手島直樹 [2012] 『まだ「ファイナンス理論」を使いますか?』, 日本経済新聞出版社
(目白大学社会学部教授)