

企業行動の国際比較*1

水野 温氏*2

高橋 祥夫*3

要 約

1990年以降に日本経済が停滞を続けるなかで、わが国の企業のあり方を見直すべきとの議論が強まっている。ただ、そのような議論は統計の制約もあって個別企業の事例に基づく場合が多く、内外の経済構造の相違を的確に反映しているかどうかには疑問が残る。本稿は、わが国の法人企業統計と米国・ドイツの企業関連統計の比較を通じて、それぞれの企業行動の特徴をマクロ経済の観点から分析した。

米国では、わが国の法人企業統計に相当する統計として、四半期財務報告（QFR）が作成されているが、実際は民間エコノミストにあまり利用されていない。その理由としては、QFRのサンプルが従来型の製造業に偏っていることや、統計が連続性を持っていないことがある。米国でマクロ・ベースの企業統計として最も重視されているのは、GDP統計に含まれる「企業収益」である。一方、欧州では、日本や米国のようにタイムリーで包括的な企業関連統計は存在しない。本稿ではドイツの年次企業統計を欧州の代表的な指標として用い、日米との比較を行なった。

まず、最も国際比較が容易な製造業の収益性を分析すると、米国の売上高利益率は92年を除けば日本やドイツを恒常的に上回っており、米国企業が収益性を重視していることを裏付けていると見られる。日本とドイツの売上高利益率は80年初頭以降にほぼ平行な動きを示していたが、93年のボトムを境として大きな乖離が生じている。

90年代の日本企業の利益率が米国や欧州を下回った主因は人件費の上昇である。日本では、90年代を通じて雇用者数が増加するなかで労働分配率が上昇した。90年代に労働市場の構造改革を先送りしてきた日本では、景気循環にかかわらず企業が収益性を確保できる環境の整備が必要であろう。今後のモデルとしては、①規制撤廃やサプライサイドの改革を通じて労働市場の柔軟化を図る米国型、②ワークシェアリングや賃上げ抑制で雇用者数の削減に歯止めをかけるドイツ型、の2種類が考えられる。ただし、米国型には貧富格差拡大や雇用不安、ドイツ型には雇用所得減少や長期失業などの政治的なコストがあることも否定できない。

次に、日米独の設備投資とキャッシュフロー（内部留保と減価償却費の合計として定義）の関係を検討した。80年代半ばまでの日本では、設備投資がキャッシュフローを20%程度

*1 本稿は「法人企業統計からみた日本の企業行動研究会」報告書として用意されたものである。本稿を作成するにあたっては、同研究会のメンバー、特に原田泰財務省財務総合政策研究所次長から有益な示唆をいただいた。また、分析、グラフ作成については、ドイツ証券会社東京支店の飯田美奈子氏の協力を得た。記して感謝の意を表したい。ただし、残る誤りはすべて筆者の責任である。

*2 ドイツ証券東京支店チーフ・ストラテジスト／チーフ・エコノミスト， e-mail : atsushi.mizuno@db.com

*3 ドイツ証券東京支店ストラテジスト， e-mail : yoshio.takahashi@db.com

上回る水準で同様の動きを示す傾向があったが、80年代末から90年代初頭にかけてはキャッシュフローがピークアウトするなかで設備投資が急増した。その後は設備投資が減少トレンドを続け、96年度以降は（98年度を除き）キャッシュフローを下回る金額にとどまっている。70年代から90年代前半までの米国では明らかに設備投資とキャッシュフローが連動しており、両者が15%以上乖離することはなかった。しかし、90年代後半以降は設備投資がキャッシュフローを継続的に上回り、その格差も拡大を続けている。ドイツでは、80年代終盤から90年代初頭にかけて設備投資がキャッシュフローを上回る状況が続いた後、93年以降の設備投資は一貫してキャッシュフローを下回っている。

設備投資とキャッシュフローの関係は、当然ながら企業の資金調達にも影響を与える。日米独の経済部門別資金過不足を見ると、日本では98年以降に非金融企業が資金余剰となっており、家計貯蓄とともに財政赤字を吸収する一方、米国では97年から非金融企業が海外からの資金流入を背景に資金調達を行なっていることが分かる。ドイツの非金融企業が96年以降から慢性的に資金不足となっていることは、通貨統合を契機に欧州企業の大量の資金調達が可能となったことを受けて、クロスボーダー M&A が活発化したことを反映していると推測される。このため、日米独の企業はいずれも何らかの形で過剰債務問題を抱えていると考えられる。しかし、有利子負債残高／キャッシュフロー比率と設備ストック利益率の2つの尺度から比較すると、企業の過剰債務問題が最も深刻なのは日本である。それによる設備投資の低迷や実物資産の低い利益率は、日本の名目金利の低位安定に引き続き貢献すると予想される。

I. はじめに

1990年以降に日本経済が停滞を続けるなかで、わが国の企業のあり方を見直すべきとの議論が強まっている。ただ、そのような議論は統計の制約もあって個別企業の事例に基づく場合が多く、内外の経済構造の相違を的確に反映しているかどうかには疑問が残る。本稿は、わが国の法人企業統計と米国・ドイツの企業関連統計の比較を通じて、それぞれの企業行動の特徴をマクロ経済の観点から分析することを目的として

いる。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、IIでは米国と欧州の企業関連統計を概観し、わが国との比較を行なう際の注意点を整理する。そして、IIIでは企業の収益性を考えるため、企業の付加価値配分方法や労働生産性の動向を分析する。IVでは、設備投資の主要な決定要因として、キャッシュフロー、企業債務、設備ストック利益率に関して各国の状況を考察する。

II. 米国と欧州の企業関連統計

II-1. 米国の企業関連統計

II-1-1. 四半期財務報告 (QFR)

米国では、わが国の法人企業統計に相当する統計として、四半期財務報告 (QFR: Quarterly

Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations) が作成されている。これは、サンプル調査に基づいて製造業、鉱業、卸・小売業の損益計算書と貸借対照表を集計し、業種別・資産規模別に分類したものである。調査対象は内国税収法により課税が可能な企業および報告会社が株式の過半数を保有する子会社であり、外国企業、海外の支店・子会社、金融機関傘下の企業は除かれる。2001年7～9月期調査のサンプル企業数は、製造業が6,660社、鉱業が199社、小売業が520社、卸売業が956社となっている。

QFR は1947年から1982年まで連邦取引委員会 (FTC) により作成されていたが、1983年からは商務省センサス局により集計されている。センサス局によれば、QFR の目的は「企業の財務状況についてタイムリーかつ正確な情報を提供すること」である。具体的な用途としては、①商務省の GDP 統計における企業収益と国民所得の推定、②FRB の資金循環勘定における企業の債務構成、流動性、収益などの推定、③米財務省の法人税収推定、④大統領経済諮問委員会 (CEA) および議会各委員会の経済政策および法案作成、⑤FTC による米産業の財務分析、⑥金融機関やアナリストの投資判断、などが挙げられている。ここからは、QFR が各種の加工統計を作成するための基礎統計として位置付けられていることが分かる。

II-1-2. 加工統計

(1) 民間エコノミストにあまり利用されていない QFR

QFR では長期間にわたる詳細な企業財務データが入手可能だが、実際は民間エコノミストにあまり利用されていない。その理由としては、第一に QFR のサンプルが従来型の製造業 (いわゆるオールド・エコノミー) に偏っていることがある。経済のサービス化が進展し、また新たなベンチャー企業の設立が相次ぐなか、QFR

の対象となっている業種のみでマクロ分析を行なった場合には経済全体のトレンドを的確に把握できない恐れがある。第二に、統計が連続性を持っていない。1947年に統計が開始されてから現在まで QFR では会計基準、産業分類、サンプルなどの変更により29回もデータの断絶が生じており、遡及修正も行なわれていない。ただ、基礎統計としては、系列の継続性を重視するよりも、産業構造の変化や企業の盛衰をタイムリーに反映させる方が重要とも言える。第三に、加工統計のほうが実際には速報性があり、経済分析にも適していることである。たとえば、2001年7～9月期分の統計が最初に発表されたタイミングを比較すると、QFR が2001年12月14日 (小売業は2002年1月16日) だったのに対し、GDP ベースの企業収益が11月30日、資金循環勘定が12月7日となっていた。さらに、ファーストコールなど民間のデータ会社が企業の財務データを集計するようになっていることも、QFR の注目度が低下した一因として指摘できよう。

(2) GDP 統計の企業収益と資金循環勘定

米国でマクロ・ベースの収益指標として最も重視されているのは、GDP 統計に含まれる「企業収益 (Corporate profits)」である。企業収益は企業財務や税収に関する (民間のデータを含めた) 42種類の基礎統計をもとに作成されるが、製造業、鉱業、卸売・小売業の推計に関しては主として QFR が利用されている¹⁾。企業収益統計が分析上有効なのは、全企業と非金融企業の付加価値 (総生産) を①減価償却費、②間接税 - 補助金、③人件費 (賃金・給与、福利厚生費)、④企業収益、⑤ネット利払費の5項目に分解できるためである。税引き後利益は配当と内部留保に分けられる。付加価値の各構成項目を実質総生産で割ることにより、単位当たり労働コスト (ULC) などのコスト指標が計算される²⁾。

米国企業全体のバランスシートは、米連邦準

1) 企業収益統計の具体的な作成方法については Patrick [2002] を参照。

備制度の資金循環勘定によりフロー（資金の流れ）とストック（資産・負債残高）の両面で把握することができる。資金循環勘定は非農業非金融部門の推計の基礎統計としてQFRを用いており、企業収益や投資に関するデータはGDP統計と整合性が取れるようになっている。特にストック面では、非金融企業の実物資産を含めた貸借対照表が四半期ベースで作成されていることが非常に有用である。わが国の資金循環勘定では、国内非金融法人企業の金融資産・負債しか集計されておらず、GDP統計と整合的なマクロ・ベースのバランスシートを見るには「国民経済計算年報」の発表を待つ必要がある。

II-2. 欧州の企業関連統計

II-2-1. 包括的な企業関連統計を作成しているのはドイツのみ

欧州では、日本や米国のようにタイムリーで包括的な企業関連統計は存在しない。GDP統計でも支出面や生産面に比べて分配面のデータが手薄となっている。例えば、欧州中央銀行（ECB）の月報に掲載されているユーロ圏GDPの表は国民総支出と産業別付加価値のみである。ドイツなど各国ベースでは国民所得を雇用者所得と企業所得に分類した計数が発表されているが、米国のように詳細な情報は提供されていない。そのため、マクロ的な企業収益の動向をみる上では、月次や四半期で実施される各種の企業サーベイ（欧州委員会サーベイ、ドイツIFOサーベイ、フランスINSEEサーベイなど）が政策当局者や金融市場に重視されている。これらのサーベイはわが国の日銀短観に類似しており、各質問項目について肯定的な回答を行なった割合から否定的な回答を行なった割合を引くことで算出される。

ただし、ドイツでは、ドイツ連邦銀行がサンプル調査に基づき非金融企業の損益計算書とバランスシートの年次統計を作成している。1997年時点のサンプル企業数は48,647社であり、売上高では全体の55.0%がカバーされている。この統計は旧西ドイツ地域について1970年から99年までのデータが利用可能である。統計基準はすでに統一ドイツ・ベースへと移行したため今後はデータの継続性が失われる見込みだが³⁾、現時点で1990年代までの分析を行なう意義は十分にありう。本稿ではドイツの年次企業統計を欧州の代表的な指標として用い、日米との比較を行なっている。

II-2-2. 欧州の資金循環勘定

欧州主要国では1950年代頃から資金循環勘定が作成されているが、依然としてユーロ圏全体の企業財務に関する統計の整備は遅れている⁴⁾。最近では主要5カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オーストリア）で詳細な企業財務統計も作成されているものの⁵⁾、1996年までしかデータが存在せず、欧州通貨統合前後の企業行動の変化を分析することができない。

II-3. 国際比較を行なう際の注意点

以上のように、米国や欧州の企業関連統計は日本と異なる点が多い（表1）。特に注意が必要なのは統計のカバレッジの相違である。米国のQFRやドイツの年次企業統計はわが国以上にサンプルが製造業に偏っている。前述のとおり、米国のQFRに含まれている非製造業は鉱業、卸売業、小売業のみである。また、ドイツの非製造業にも不動産業やサービス業が含まれていない。それに対し、法人企業統計では金融・保険を除く全産業がカバーされている。表2

2) 米国の労働生産性統計（全産業、非農業、非金融企業）は、GDP統計に雇用統計のデータを加えることで作成されている。

3) 現在、統一ドイツのデータは1994年と1996～99年しか存在しない。

4) ECBが発表している非金融企業の資金調達に関する統計では、ユーロ圏12カ国のうち4カ国（ギリシャ、アイルランド、ルクセンブルク、ポルトガル）のデータが依然として含まれていない。

5) European Committee of Central Balance Sheet Offices [2000]

企業行動の国際比較

表1 日米欧の企業関連統計

	日 本	米 国	ユーロ圏	ド イ ツ
企業関連統計(サンプル調査)	○	○	×	○
発表頻度	四半期, 年度	四半期		年
作成機関	財務省	商務省センサス局		ドイツ連邦銀行
カバレッジ	全産業 (除く金融・保険)	製造業, 鉱業, 卸 売業, 小売業		全産業 (除く金融・保険)
マクロ企業収益(GDP統計)	○	○	×	○
発表頻度	年度	四半期		四半期
作成機関	内閣府	商務省経済分析局		ドイツ連邦統計庁
内 訳	制度部門別勘定, 業種別内訳を公表	付加価値配分, 業 種別内訳を公表		収益額のみ発表
資金循環勘定	○	○	△	○
発表頻度	四半期	四半期	四半期	年
作成機関	日本銀行	連邦準備制度	欧州中央銀行	ドイツ連邦銀行
内 訳	フロー, ストック	フロー, ストック	貯蓄および投資に 関する一部計数	フロー, ストック

(出所) ドイツ証券

表2 売上高と実質生産の産業別割合

(単位: %)

	企 業 関 連 統 計				G D P 統 計		
	売 上 高			付加価値	実 質 生 産		
	日 本	米 国	ドイツ	日 本	日 本	米 国	ドイツ
製造業	29.3	63.1	44.3	33.3	23.9	19.5	27.0
非製造業	70.7	36.9	55.7	66.7	76.1	80.5	73.0
鉱業	0.1	0.3	—	0.3	0.2	1.6	na
建設業	10.1	—	7.3	10.8	7.7	4.6	6.6
卸売・小売業	38.6	36.6	39.7	22.1	15.5	19.8	20.9
卸売業	26.5	18.0	21.6	10.3	9.6	9.0	na
小売業	12.1	18.6	18.1	11.8	5.9	10.8	na
運輸・通信	5.3	—	3.9	9.5	8.0	6.8	na
電力・ガス・水道	1.3	—	4.1	2.3	3.1	2.8	na
不動産業	2.1	—	—	3.7	12.9	12.4	na
金融・保険業	—	—	—	—	6.7	8.9	na
その他非製造業	13.2	—	—	18.1	22.0	23.8	na

(注) 売上高は日本が2000年度, 米国が2000年, ドイツが1999年。日本の付加価値は2000年度。実質生産は1999年(日本を含めて暦年)。ドイツの製造業実質生産は電力を含む。

(出所) 財務省「法人企業統計」, 内閣府, 米商務省センサス局, 米商務省経済分析局, ドイツ連邦銀行

で各国の企業関連統計における売上高の業種別割合を比較すると、日本の法人企業統計では製造業のシェアが29.3%（2000年度）だったのに対し、米国のQFRとドイツの年間企業統計では非製造業のカバレッジが少ないため、それぞれ63.1%、44.3%となっている（米国は2000年、ドイツは1999年）。

ただし、法人企業統計のサンプルに全く問題がないわけではない。日本では非製造業の売上高シェア70.7%のうち半分以上（38.6%）を卸売・小売業が占めており、この比率は国際的に見ても高い。もちろん、卸売・小売業の売上高には仕入額が含まれているため、わが国の流通経路が海外に比べて複雑なことが卸売・小売業のシェアを嵩上げしている可能性も考えられる。しかし、法人企業統計の付加価値に占める卸売

・小売業の割合も22.1%と実質GDPにおけるシェア（15.5%）をも大きく上回っている。GDP統計では金融・保険業が含まれていることを考慮すると、法人企業統計では非製造業のサンプルが卸売・小売業に偏っていると判断される。また、不動産業のシェアは法人企業統計の売上高で2.1%、付加価値で3.7%となっているのに対し、GDP統計の実質生産では12.9%にも上っており、法人企業統計では不動産業の実態が完全に補足されていない可能性が高い。

わが国の法人企業統計年報は国民経済計算年報よりも発表のタイミングが早く、企業行動のマクロ分析で最も有用な統計と考えられるが、海外の統計と比較するに当たっては十分な注意が必要である。

Ⅲ．企業収益

Ⅲ－１．売上高および付加価値の配分

(1) 製造業の売上高利益率の比較

まず、最も国際比較が容易な製造業の収益性を分析する。図1では日米独の製造業売上高利益率（日本は当期純利益、米国とドイツでは税引き後利益の売上高に対する比率）を示した。直近値は、日本が1.2%（2000年度）、米国が6.1%（2000年）、旧西ドイツ地域が2.7%（1998年）である。米国の売上高利益率は92年を除けば日本やドイツを恒常的に上回っており、米国企業が収益性を重視していることを裏付けていると見られる。一方、日本とドイツの売上高利益率は1980年初頭以降にほぼ平行な動きを示していたが、93年のボトムを境として大きな乖離が生じている。

こうした乖離がどのような要因によって生じたかを検証するため、93年と（旧西ドイツ地域

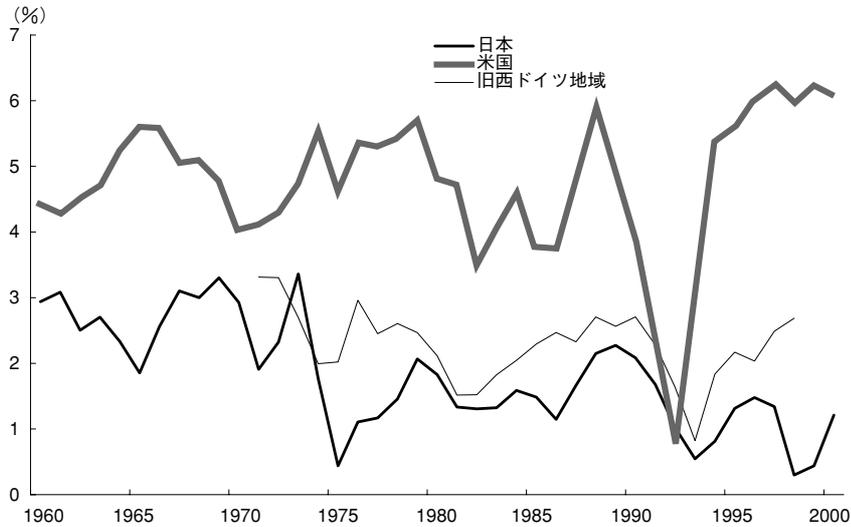
のデータが利用可能な最後の年である）98年を比較してみよう⁶⁾（表3）。両者の相違が最も目立つのは人件費の動向である。日本の人件費は93年度の対売上高比17.4%に対し98年度は同17.5%とほぼ横ばいで推移していた一方、旧西ドイツ地域の人件費は93年の同26.3%から98年の同22.6%へと3.7%ポイントも低下し、利益率の改善に大きく貢献した（なお、99年度以降は日本企業も人員整理を積極化し、人件費の対売上高比率は2000年度までの2年間で1.4%ポイントも低下している）。

(2) 付加価値配分の日米比較

次に、企業の収益構造を日米で比較するため、付加価値について同様な分析を行なってみよう⁷⁾。表4では、1980年以降5年ごとに非金融企業の付加価値の分配状況を示した（日本は法

6) 米国のQFRでは具体的なコストの内訳が示されないため、日本やドイツのように詳細な分析を行なうことができない。

図1 日米独の製造業売上高利益率



(注) 当期純利益（税引き後利益）を売上高で割った比率。日本は年度。米国とドイツは暦年。

(出所) 財務省「法人企業統計」、米商務省センサス局、ドイツ連邦銀行

表3 製造業の売上高利益率

(単位：%)

(対売上高比)	日 本			旧西ドイツ地域		統一ドイツ	米 国
	1993年	1998年	2000年	1993年	1998年	1999年	2000年
総コスト	98.1	97.7	96.1	98.5	95.7	95.9	91.6
原材料	73.9	73.7	74.8	51.7	54.5	54.5	—
減価償却費	3.7	3.6	3.3	5.3	4.3	4.5	3.5
人件費	17.4	17.5	16.1	26.3	22.6	22.5	—
支払利息	1.8	0.9	0.7	1.8	1.2	1.2	2.4
経常利益	1.9	2.3	3.9	1.5	4.3	4.1	8.4
法人税及び住民税	1.2	1.1	1.2	0.7	1.6	1.3	2.3
特別損失	0.1	0.9	1.5	—	—	—	—
当期純利益（税引き後利益）	0.5	0.3	1.2	0.8	2.7	2.7	6.1

(注) 日本の原材料は、売上高－付加価値－減価償却として試算。

(出所) 財務省「法人企業統計」、米商務省センサス局、ドイツ連邦銀行

人企業統計年報、米国はGDP統計を使用)。

日本企業の当期純利益は90年度の対付加価値比7.1%から2000年度には同3.0%と4.1%も悪化したが、その全ては人件費負担の増大により説明できる。労働分配率（人件費／付加価値）は同期間に68.4%から73.2%へ4.8ポイントも上昇している。一方、米国では90年代後半の

高成長と低失業率にもかかわらず、2000年の労働分配率は90年とほぼ同水準にとどまっていた（ただし、景気急減速と賃金の高止まりを受けて2001年の米国の労働分配率は76.4%へと急上昇し、企業収益を圧迫している）。

また、90年代の日本では、特別損失の著しい拡大（90年度の付加価値比3.4%に対し2000年

7) ドイツの年間企業統計では付加価値が発表されていない。

表4 付加価値配分の日米比較

(単位：%)

(対付加価値比)	日 本					米 国					
	1980年	1985年	1990年	1995年	2000年	1980年	1985年	1990年	1995年	2000年	2001年
人件費	68.4	72.1	67.3	72.9	73.2	76.2	73.3	74.4	72.8	74.1	76.4
賃金・給与	61.3	63.9	59.2	64.0	64.0	63.7	61.1	61.9	60.2	63.7	65.8
福利厚生費	7.1	8.2	8.1	9.0	9.2	12.5	12.3	12.5	12.6	10.3	10.5
法人税及び住民税	7.7	7.4	8.3	5.6	4.4	4.8	3.4	3.5	3.9	3.9	2.9
ネット利払費	—	—	—	—	—	4.2	4.4	5.7	3.3	3.6	3.5
受取利息	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
支払利息	14.9	13.1	14.0	8.4	4.9	—	—	—	—	—	—
特別損失	2.9	3.3	3.4	4.7	12.2	—	—	—	—	—	—
当期純利益(税引き後利益)	6.9	4.9	7.1	2.8	3.0	8.4	4.9	5.1	8.1	6.7	4.7
配当	1.4	1.2	1.3	1.1	1.4	3.3	3.5	4.3	5.1	5.6	6.4
内部留保	4.7	3.0	5.0	1.0	0.8	5.1	1.5	0.8	3.0	1.0	-1.6

(注) ともに非金融企業。日本は年度。米国は暦年。米国の付加価値は減価償却を除くネット・ベースを使用。
(出所) 財務省「法人企業統計」, 米商務省経済分析局

度は同12.2%)と支払利息の大幅な低下(90年度の同14.0%に対し2000年度は同4.9%)が印象的である。本来は一過性の要因による利益の変動を計上する特別損益において、特別損失が継続的に拡大していることは、資産価格(特に土地の価格)の下落と不稼動資産によって企業のバランスシートが毀損されていることを示している。そして、特別損失が企業収益に及ぼす悪影響は、日本銀行の超金融緩和策を受けた支払利息の低下により和らげられてきた。しかし、問題となるのは、依然として日本企業がバランスシートに抱える全ての含み損が処理されたとは言えないことである。法人企業統計年報では90年度から2000年度までの特別損失の累計額は59兆円に上るが、内閣府の国民経済計算年報によれば非金融法人企業のバランスシート上の調整勘定(資産の評価替えの結果)は90~99年度累計で269兆円の損失(評価損)となっている⁸⁾。調整勘定の評価損は未実現のもの(含み損)を含むため、将来の潜在的な特別損失とも考えら

れる。

利益の配分を見ると、日本では配当が付加価値の1.1%~1.4%で安定推移していたが、90年代以降の米国では配当の割合が上昇傾向をたどっている。この背景には、「株主重視」の経営により米国企業が株主の利益還元配慮してきたことがあろう。ただ、企業収益が減少しても配当の引上げが続いた結果、2001年の非金融企業の留保利益は対付加価値比-1.6%となっている。米国でマクロ・ベースの内部留保が赤字に転落するのは、1986年の小幅な赤字(-16億ドル)を除けば1938年以来である⁹⁾。

III-2. 労働分配率と労働生産性

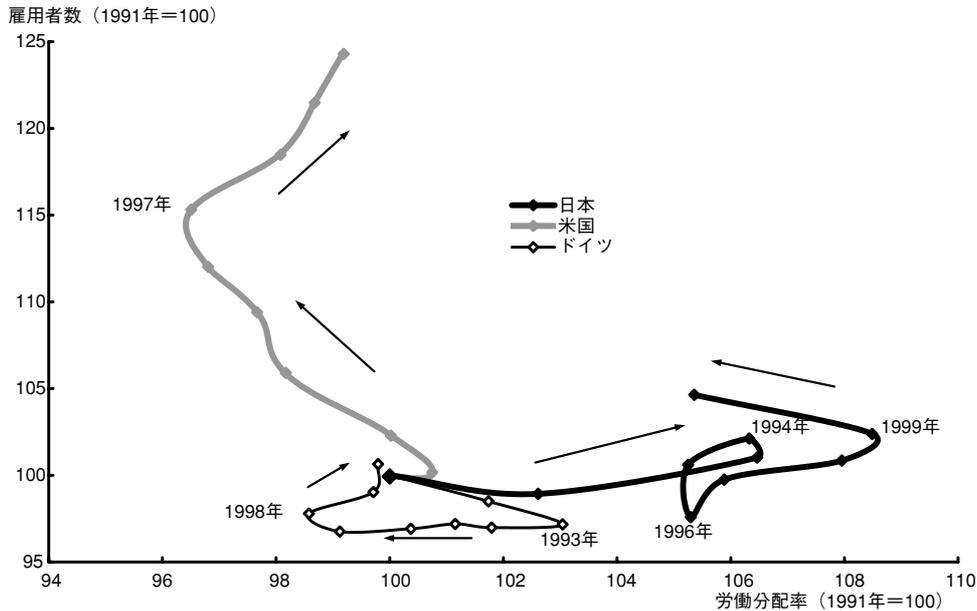
(1) 労働分配率と雇用者数

以上の分析から、90年代の日本企業の利益率が米国や欧州を下回った主因は人件費の上昇であったと結論づけられる。図2は、日米独自の労働分配率と雇用者数をプロットすることにより労働市場の特徴を比較したものである(日本は

8) 松岡 [2001]

9) 資金循環勘定によれば、2001年の非農業非金融企業の配当支払額は3027億ドルと税引き後利益(1418億ドル)の2倍以上の規模に達し、内部留保は-1609億ドルとなっている。

図2 各国の労働分配率と雇用者数（1991～2000年）



(注) 日本、米国は民間非金融部門、ドイツは経済全体。日本は年度、米国、ドイツは暦年。

(出所) 財務省「法人企業統計」、米商務省経済分析局、米労働省労働統計局、ドイツ連邦銀行

法人企業統計、米国は非金融企業部門の GDP 統計、ドイツは全体の GDP 統計を使用)。各国ごとに統計の作成方法が異なることから、絶対水準よりも変化の方向に着目するため1991年＝100として指数化を行なった。この図からは、以下のような企業行動が読み取れる。

まず、日本では、90年代を通じて雇用者数が増加するなかで労働分配率が上昇した。この傾向は特に景気後退期で顕著であり、労働分配率は91～93年度と97～98年度に大きく上昇している¹⁰⁾。2000年度にはようやく労働分配率の抑制に成功したが、付加価値の伸び率が99年度の－1.1%から3.4%へと急回復した影響が大きく、雇用者数は増加を続けていた。このように労働分配率が景気後退期に上昇しやすいことは、労働コストの変動費化が遅れていることを示しているよう。

米国では、92年から97年まで雇用者数の増加と労働分配率の低下が続いた。この背景として

は、米国の労働市場が比較的柔軟で、企業が経済情勢に合わせて採用・解雇を比較的自由に行なうことができたことがある。特に、パートタイマーや臨時雇用の活用が進むとともに、業績悪化に対応した企業のレイオフが一般的となってきたため、雇用不安により賃金上昇率が抑制されてきた面が大きい。しかし、97年から2000年まで実質 GDP が4年連続で4%成長を続け、失業率も4%台で推移するなか、98年以降は雇用者数の増加が労働分配率の上昇につながるようになっている。2000年の労働分配率はすでに93～94年と同程度の水準に達しており、成長率の急回復がない限りは雇用調整が継続する公算が大きい。

ドイツでは、90年代初頭に労働分配率が急上昇した後、97年まで雇用者数が小幅に減少するなかで労働分配率が低下する状況が続いた。99年1月の欧州市場統合に備えて、90年代のドイツでは企業の国際競争力強化が重要な課題とな

10) 内閣府によれば、90年代の日本の景気後退期は91年2月～93年10月と97年3月～99年4月。

企業行動の国際比較

表5 労働生産性からみた労働分配率の分析

(単位：%)

(年率)	1981 —1985	1986 —1990	1991 —1995	1996 —2000	1996	1997	1998	1999	2000
日本									
実質生産(A)	3.1	5.7	1.5	0.8	-2.0	1.5	-1.3	0.6	5.3
雇用者数(B)	2.4	1.9	1.9	0.8	-3.0	2.2	1.1	1.5	2.2
労働生産性(C=A-B)	0.7	3.7	-0.3	0.0	1.0	-0.7	-2.4	-0.9	3.1
一人当たり労働報酬(D)	3.9	3.4	1.9	-0.8	0.3	0.5	-1.1	-2.1	-1.8
ULC(E=D-C)	3.2	-0.3	2.2	-0.8	-0.7	1.3	1.3	-1.1	-4.7
デフレーター(F)	2.4	1.4	0.8	-0.8	-0.7	0.7	-0.6	-1.6	-1.8
労働分配率(G=E-F)	0.8	-1.7	1.4	0.0	0.0	0.6	1.9	0.5	-2.8
米国									
実質生産(A)	3.9	3.2	3.0	5.4	5.0	5.9	5.7	5.7	4.8
労働投入時間(B)	1.8	2.0	1.2	2.7	1.7	5.0	2.6	2.5	1.6
労働生産性(C=A-B)	2.1	1.2	1.8	2.7	3.2	0.8	3.1	3.0	3.1
時間当たり労働報酬(D)	5.7	4.1	3.2	3.9	2.7	1.2	5.2	4.4	6.3
ULC(E=D-C)	3.5	2.9	1.4	1.2	-0.6	0.4	2.1	1.3	3.0
デフレーター(F)	4.3	2.5	1.9	0.9	0.4	0.7	0.4	0.7	2.5
労働分配率(G=E-F)	-0.8	0.3	-0.5	0.3	-1.0	-0.3	1.7	0.6	0.5
ドイツ									
実質生産(A)	na	na	1.2	1.8	0.8	1.5	1.7	1.7	3.2
労働投入時間(B)	na	na	-1.2	0.0	-1.3	-0.5	0.4	0.5	0.8
労働生産性(C=A-B)	na	na	2.4	1.8	2.1	2.1	1.2	1.2	2.4
時間当たり労働報酬(D)	na	na	5.8	2.0	2.7	1.5	1.5	2.0	2.3
ULC(E=D-C)	na	na	3.3	0.2	0.5	-0.5	0.3	0.7	-0.1
デフレーター(F)	na	na	3.3	0.6	1.1	0.7	1.1	0.4	-0.4
労働分配率(G=E-F)	na	na	0.0	-0.4	-0.6	-1.2	-0.8	0.3	0.3

(注) 日本,米国は非金融企業,ドイツはGDPベース。日本は年度,米国・ドイツは暦年。日本の実質化にはGDPデフレーターを使用。

(出所) 財務省「法人企業統計」,内閣府,米労働省労働統計局,ドイツ連邦銀行

っていた。ドイツの労働市場は労働組合の発言力が強く硬直的だったため、労働コスト抑制には雇用削減という代償が必要だったと考えられる。90年代中盤にはワークシェアリングと実質賃金凍結による雇用拡大が議論されるようになり、97年の賃上げ率はインフレ率と同程度の水準で妥結した。労働市場の構造改革が緩やかながらも進展したことを受けて、雇用者数は98年から増加に転じた。しかし、99年以降は労働分配率が緩やかながら再び上昇に向かっている。

(2) 労働生産性から見た労働分配率の動向

次に、表5では労働生産性（付加価値／雇用者数、または付加価値／総労働投入時間）の観点から労働分配率の動向を分析している¹¹⁾。前項と同じく、日本は法人企業統計（付加価値をGDPデフレーターで実質化）、米国は非金融企業部門のGDP統計、ドイツは全体のGDP統計を用いた。

日本では90年代を通じて労働生産性が全く上昇していない。実質生産の年平均伸び率が80年代後半の+5.7%から90年代前半に+1.5%、90

年代後半に+0.8%と大幅に低下したにもかかわらず、同期間の雇用者数の年平均伸び率はそれぞれ+1.9%、+1.9%、+0.8%と不十分な調整にとどまったためである。90年代前半には一人当たり労働報酬も年率+1.9%と上昇していたため、労働分配率が押し上げられた。一方、90年代後半には一人当たり労働報酬が年率-0.8%と賃下げが行なわれ、単位当たり労働コストも低下に転じたが、物価が同程度の下落となったことから労働分配率を低下させるには至らなかった。日本企業の収益圧迫要因は、90年代前半については雇用調整の遅れ、90年代後半についてはデフレだったことが分かる。

米国では、90年代後半に労働生産性上昇率が著しく改善した。非金融企業の実質生産が90年代前半の年率+3.0%から90年代後半には年率+5.4%へと加速したことを受けて、労働投入時間の大幅な拡大にもかかわらず90年代後半の労働生産性上昇率は年平均で+2.7%と90年代前半の水準を0.9%ポイントも上回った。年次データをみれば、98年から2000年にかけて労働分配率は上昇傾向を続けているが、過去において5年単位の動きを見ると、中長期的な労働分配率は概ね横ばいで推移する傾向が確認され、米国の労働市場が柔軟であることを示している。

ドイツでは、90年代前半に時間当たり労働報酬が年率+5.8%もの高水準となるなか、労働投入時間が大幅に削減された（年率-1.2%）。90年代後半は、時間当たり労働報酬が年率+2.0%へと抑制されたことで、労働投入時間は横ばいとどまっている。以上のように賃金と雇用のいずれかによる調整が行なわれたことにより、労働分配率の上昇が回避されてきた。

90年代に労働市場の構造改革を先送りしてき

た日本では、景気循環にかかわらず企業が収益性を確保できる環境の整備が必要であろう。今後のモデルとしては、①規制撤廃やサプライサイドの改革を通じて労働市場の柔軟化を図る米国型、②ワークシェアリングや賃上げ抑制で雇用者数の削減に歯止めをかけるドイツ型、の2種類が考えられる。ただし、米国型には貧富格差拡大や雇用不安、ドイツ型には雇用所得減少や長期失業などの政治的なコストがあることも否定できない。

(3) 全要素生産性による労働生産性比較

以上では、日米欧の生産性上昇率の格差に関して労働市場の側面から考察してきた。しかし、90年代の米国の生産性向上については、情報通信革命の影響を無視できないという議論もある¹²⁾。

Gust and Marquez [2000] は、OECDにより標準化された統計に基づき、主要先進国の労働生産性に関する実証分析を行なっている。表6に示したとおり、米国の労働生産性上昇率は1980年代（1981～89年）、90年代前半（90～95年）、90年代後半（96～99年）で年率+1.31%、同+1.02%、同+2.30%となっており、90年代後半に従来の2倍以上の水準まで加速した。しかし、日本とドイツでも90年代後半の労働生産性上昇率はそれぞれ年率+2.07%、同+2.14%となっており、通常の統計で見るとも米国の格差は小さかった。

技術革新が成長率に与える影響を示す指標としては、実質GDPを労働投入量と資本ストックで割った「全要素生産性 (Multifactor Productivity)」がある¹³⁾。90年代後半の全要素生産性上昇率を比較すると、米国は年率+1.80%と日

11) 労働分配率は人件費/付加価値として定義されるが、変化率にすると、

$$\begin{aligned} \text{労働分配率} &= (\text{時間当たり労働報酬} + \text{労働投入時間}) - (\text{実質生産} + \text{物価}) \\ &= \text{時間当たり労働報酬} - \{(\text{実質生産} - \text{労働投入時間})\} - \text{物価} \\ &= (\text{時間当たり労働報酬} - \text{労働生産性}) - \text{物価} \\ &= \text{単位当たり労働コスト} - \text{物価} \end{aligned}$$

となる。

12) たとえば、U.S. Department of Commerce [2000] を参照。

表6 主要国の労働生産性上昇率

(単位：%)

(年率)	米 国			日 本			ド イ ツ		
	1981—89	1990—95	1996—99	1981—89	1990—95	1996—99	1981—89	1992—95	1996—99
実質成長率	3.44	2.41	4.43	4.09	2.15	1.31	n.a.	1.62	1.72
労働投入量	2.10	1.41	2.08	0.95	-0.73	-0.76	n.a.	-0.62	-0.41
労働生産性	1.31	1.02	2.30	3.12	2.89	2.07	n.a.	2.26	2.14
資本装備率の影響	0.25	0.16	0.54	1.15	1.56	1.23	n.a.	1.22	1.06
全要素生産性	1.09	0.85	1.80	2.00	1.31	0.85	n.a.	1.02	1.07
(参考)									
資本ストック	2.90	1.90	3.70	5.84	4.88	3.31	n.a.	2.95	2.33
労働分配率(水準)	0.68	0.68	0.67	0.77	0.72	0.72	n.a.	0.66	0.62

(注) 非農業民間部門。すべて OECD のデータに基づく。

(資料) Gust, Christopher and Marquez, Jaime (2000) "Productivity Developments Abroad", Federal Reserve Bulletin, October

本(同+0.85%)、ドイツ(同+1.07%)の2倍近い伸びを示している。ここから、米国の労働生産性上昇率の加速は技術革新が主因だったが、日本やドイツの労働生産性上昇は(総労働投入時間の減少トレンドからも明らかなおり)資本生産性の低下を伴ったものに過ぎなかったと考えられる。

(4) 業種別の労働生産性上昇率

表7、表8で業種別の労働生産性を80年代と90年代について比較すると、以下の点が指摘できる¹⁴⁾。

日本では、すべての業種で労働生産性上昇率が大幅に鈍化している。電気機械産業を除けば、90年代に製造業の労働生産性はほとんど上昇していなかった。非製造業の労働生産性上昇率も90年代にはゼロだった。労働生産性の鈍化は建設業、卸売・小売業、金融・サービス業などの業種で最も著しかった。総じて、電気機械工業における労働生産性上昇率の加速は、他の産業の低迷を相殺するに至っていない。

米国では、製造業の寄与度が80年代平均、90年代平均ともに+0.8%と変化していない。ただ、製造業の内訳を見ると、一般機械工業(コンピューターを含む)と電気機械工業の加速が著しく、他の業種は低迷している。90年代の非製造業の寄与度は+0.9%と80年代(+0.4%)の2倍以上にまで上昇したことは、情報通信革命の効果を示している可能性がある。ただ、この統計は世界的なハイテク部門の調整が始まった2000年以降の情報を含んでいないため、最終的な結論を出すのに十分なデータとは言えない。

ドイツでは、製造業の寄与度が90年代に+1.1%と80年代の+0.6%から大幅に上昇する一方、非製造業の寄与度は80年代が+0.9%、90年代が+1.0%とほとんど変化していない。製造業のなかでは、日本や米国と異なり電気機械産業の寄与度がそれほど高くなく、金属製品工業、輸送機械工業、化学工業など従来型の業種が労働生産性の上昇に貢献しているため、これには輸出拡大や雇用削減の影響の方が大きいと見られる。

13) 全要素生産性の算出では、労働と資本のウエートは総要素表示のGDPにおける労働・資本の分配率で加重平均される。

14) 労働生産性上昇率の「寄与度」は、各部門の労働生産性上昇率にそれぞれの部門が全体に占めるウエートを掛け合わせることで算出されている。

企業行動の国際比較

表7 主要国の製造業生産性上昇率の部門別寄与度

(単位：%)

(年率・寄与度)	米 国		日 本		旧西ドイツ地域	
	1979—89	1990—97	1979—89	1990—97	1979—89	1990—97
製造業全体	2.97	3.31	3.62	1.58	1.26	2.29
鉄鋼業	0.07	0.09	0.02	0.13	0.14	0.30
非鉄金属工業	-0.01	0.04	0.04	0.00	0.04	0.08
金属製品工業	0.23	0.11	0.26	0.04	0.07	0.32
一般機械工業	0.67	0.96	0.66	0.01	0.09	0.13
電気機械工業	0.55	1.77	1.10	1.24	0.34	0.26
輸送機械工業	0.05	0.01	0.43	0.08	0.17	0.33
窯業・土石製品工業	0.08	0.03	0.18	0.03	0.05	0.05
化学工業	0.56	0.45	0.12	0.15	0.01	0.50
パルプ・紙・紙加工品工業	0.02	-0.04	0.27	-0.11	0.04	0.02
繊維工業	0.33	0.23	0.03	0.23	0.23	0.21
食料品・たばこ工業	0.04	-0.06	-0.06	-0.19	0.09	-0.04
(参考) 電気機械工業以外	2.42	1.54	2.52	0.34	0.92	2.04

(注) 化学工業は石油製品、プラスチック、ゴムを含む。

(資料) Gust, Christopher and Marquez, Jaime (2000)“Productivity Developments Abroad”, Federal Reserve Bulletin, October

表8 主要国の非農業生産性上昇率の部門別寄与度

(単位：%)

(年率・寄与度)	米 国		日 本		旧西ドイツ地域	
	1979—90	1990—98	1979—90	1990—98	1979—90	1990—98
非農業部門全体	1.2	1.7	3.6	0.6	1.5	2.1
製造業	0.8	0.8	1.3	0.6	0.6	1.1
非製造業	0.4	0.9	2.3	0.0	0.9	1.0
電力・ガス・水道	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
建設業	-0.1	0.0	0.3	-0.2	0.1	0.0
卸売・小売業	0.0	0.5	0.7	0.1	0.0	-0.1
運輸・通信業	0.1	0.2	0.3	0.0	0.2	0.3
金融・サービス業	0.2	0.3	0.9	0.3	0.5	0.6

(資料) Gust, Christopher and Marquez, Jaime (2000)“Productivity Developments Abroad”, Federal Reserve Bulletin, October

IV. 設備投資と企業債務

IV-1. キャッシュフローと設備投資の関係

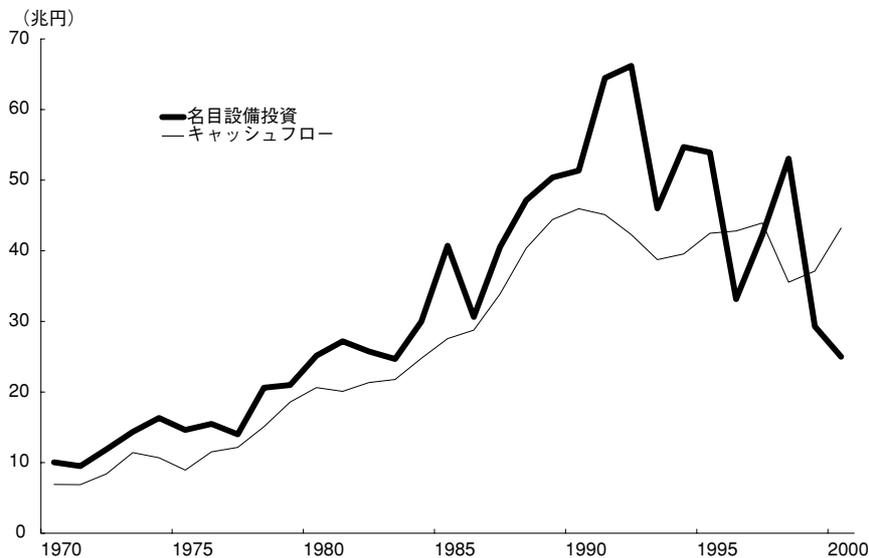
設備投資の決定要因としては、資本コストと同時に、企業の内部資金の動向が重要である。ここでは、日米独について設備投資とキャッシュフロー（内部留保と減価償却費の合計として定義）の関係を検討する。

図3は、法人企業統計年報に基づき日本企業の設備投資とキャッシュフローを見たものである¹⁵⁾。80年代半ばまでの日本では、設備投資がキャッシュフローを20%程度上回る水準で同様の動きを示す傾向があったが、80年代末から90年代初頭にかけてはキャッシュフローがピークアウトするなかで設備投資が急増した。特に91、92年度の設備投資は、キャッシュフローをそれ

ぞれ42.9%、56.5%も上回っている。その後は設備投資が減少トレンドを続け、96年度以降は（98年度を除き）キャッシュフローを下回る金額にとどまっている。これは、80年代後半に企業がワラント・転換社債・株式・銀行借入れなどの外部資金調達でファイナンスして実行した設備投資が結果的に不採算・不稼動設備になってしまったことによるものと考えられよう。企業が依然として過剰設備を抱え、外部資金調達にも制約があるなかでは、キャッシュフローが設備投資額の上限となる状況が継続する公算が大きい。

図4では、米国の非農業非金融企業について設備投資とキャッシュフローを示した（資金循

図3 非金融企業の設備投資とキャッシュフロー（日本）

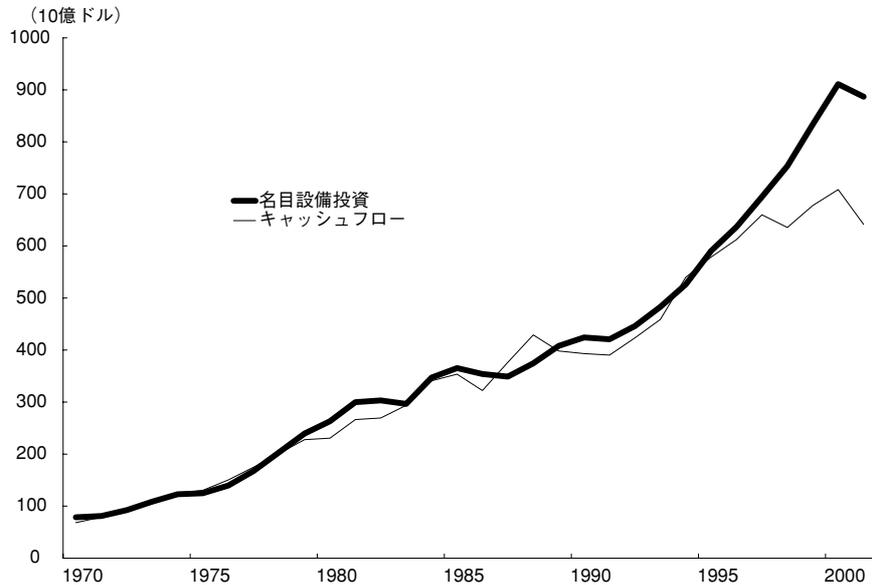


(注) 名目設備投資は法人企業統計ベース（土地を除く有形固定資産の増加額に減価償却費を加えて計算）。

(出所) 財務省「法人企業統計」

15) 日本では、経常利益の一定割合（通常は50%）が内部留保になると仮定してキャッシュフローを計算することが多い。しかし、最近では特別損失が拡大しているため、法人企業統計年報ベースのデータを用いることが妥当であると考えられる。

図4 非農業非金融企業の設備投資とキャッシュフロー（米国）



(出所) 米連邦準備制度

環勘定ベース)。70年代から90年代前半までの米国では明らかに設備投資とキャッシュフローが連動しており、両者が15%以上乖離することはなかった。しかし、90年代後半以降は設備投資がキャッシュフローを継続的に上回り、その格差も拡大を続けている。過去3年間における設備投資のキャッシュフローからの乖離率は、99年が23.0%、2000年が28.6%、2001年が38.3%である。この背景としては、低インフレ・高成長が継続するなかで企業の期待収益率が大幅に上方修正されたことと、それに伴う株価上昇が企業の借入れ能力を増大させたことが指摘できよう。しかし、企業のキャッシュフローが減少に転じ、信用力の低い企業の資金調達も困難となってきたことから、今後の設備投資調整がどの程度まで深刻なものになるかは予断を許さない。

図5で示したのは、旧西ドイツ地域の年間企業統計に基づく設備投資とキャッシュフローである¹⁶⁾。ドイツでは、80年代終盤から90年代初

頭にかけて設備投資がキャッシュフローを上回る状況が続いた後、93年以降の設備投資は一貫してキャッシュフローを下回っている。80年代終盤には東西ドイツ統一（90年10月）と欧州市場統合（93年1月開始）を控えて欧州全体で設備投資ブームが生じたが、90年初頭にはドイツ連邦銀行が大幅な金融引き締め策を実施したことで大規模な調整を余儀なくされた。

図6では、日米独について設備投資／キャッシュフロー比率の動向を比較している。

IV-2. 企業の過剰債務問題

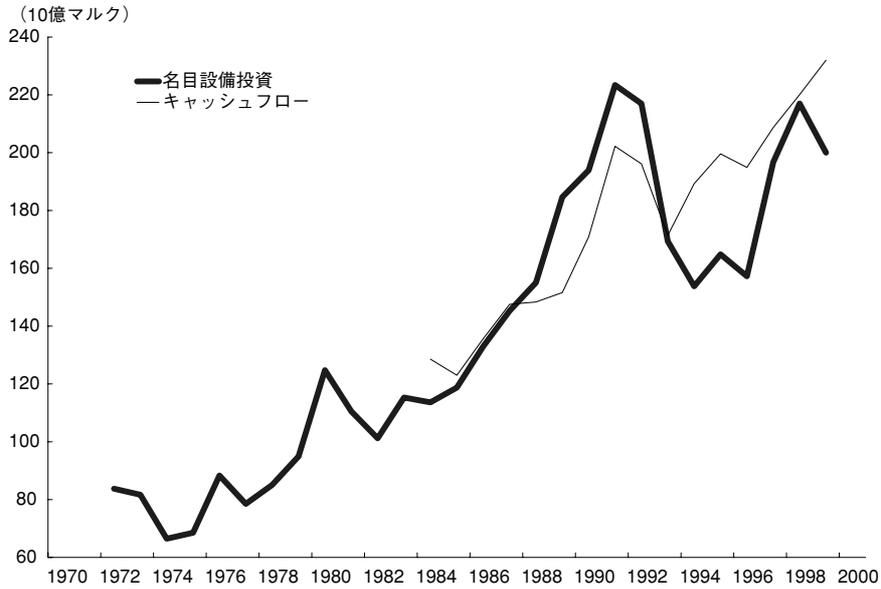
(1) 企業の資金調達

設備投資とキャッシュフローの関係は、当然ながら企業の資金調達にも影響を与える。表9では日米独の経済部門別資金過不足を見ると、日本では98年以降に非金融企業が資金余剰となっており、家計貯蓄とともに財政赤字を吸収する一方、米国では97年から非金融企業が海外からの資金流入を背景に資金調達を行なっている

16) ドイツの年間企業統計の内部資金（Innenfinanzierung）には引当金の増加額が含まれるが、ここでは留保利益と減価償却費の合計をキャッシュフローとして用いた。

企業行動の国際比較

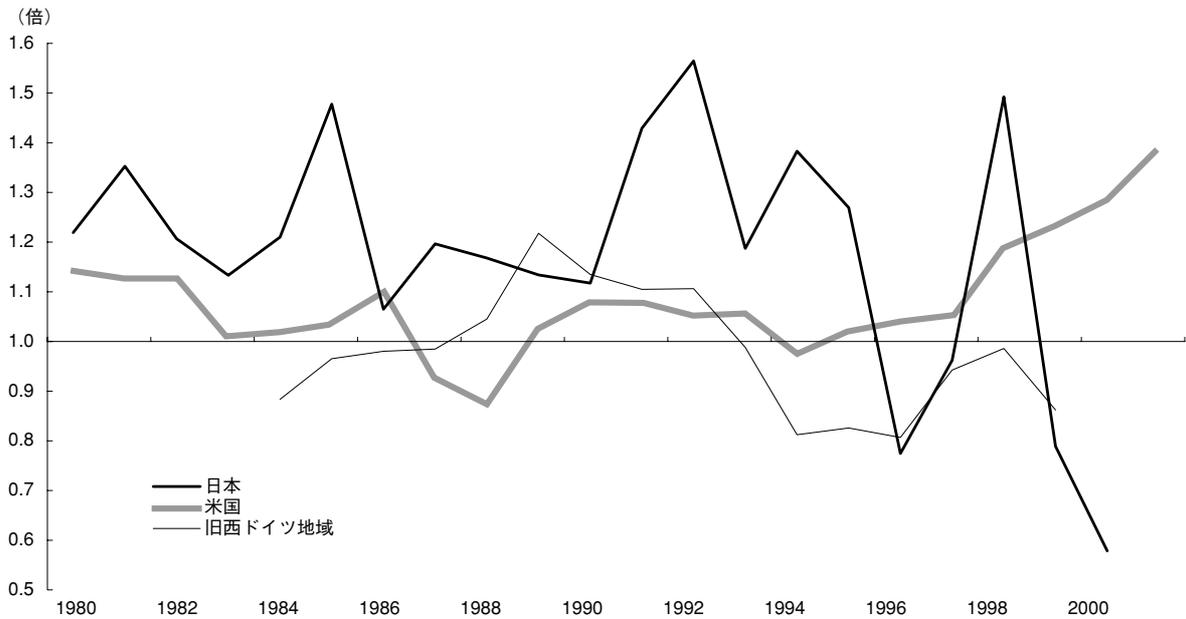
図5 非金融企業の設備投資とキャッシュフロー（旧西ドイツ地域）



(注) 名目設備投資は年間企業統計ベース（有形固定資産の増加額に減価償却費を加えて計算）。キャッシュフローは留保利益と減価償却費の合計として定義（引当金の増加額を含まない）。

(出所) ドイツ連邦銀行

図6 日米独の設備投資／キャッシュフロー比率



(出所) 財務省「法人企業統計」, 米連邦準備制度, ドイツ連邦銀行

企業行動の国際比較

表9 日米独の経済部門別資金過不足

(単位：%)

(対GDP比)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
日本											
一般政府	2.7	1.5	-1.9	-3.9	-4.4	-5.2	-5.0	-10.7	-7.8	-6.9	-6.4
非金融企業	-9.0	-8.2	-5.0	-3.0	-1.2	-3.3	-2.7	2.8	5.4	1.6	3.9
家計	8.5	6.7	8.9	8.2	6.9	7.2	7.5	6.0	5.9	5.7	3.6
金融機関	0.2	3.1	0.9	1.4	0.6	2.6	2.7	4.7	-1.6	2.9	0.7
海外	-2.4	-3.2	-3.0	-2.6	-1.9	-1.4	-2.4	-2.7	-2.2	-2.3	-2.0
米国											
一般政府	-5.3	-6.3	-5.2	-4.2	-2.5	-2.7	-1.5	0.6	1.2	2.2	-0.1
非金融企業	0.1	-0.2	1.7	0.3	0.2	0.2	-0.3	-0.6	-1.3	-1.9	-0.8
家計	4.5	3.9	2.7	2.0	1.4	1.8	-0.1	0.6	-1.3	-2.6	-1.0
金融機関	0.0	-0.4	0.3	-0.6	0.9	0.2	-0.2	-0.7	0.5	-1.2	0.0
海外	0.7	1.5	1.2	1.8	1.5	2.2	3.3	1.7	4.0	4.5	3.7
ドイツ											
一般政府	-3.0	-2.5	-3.1	-2.4	-10.0	-3.4	-2.7	-2.1	-1.4	1.5	
非金融企業	-4.2	-3.8	-2.6	-2.7	5.3	-0.8	-1.3	-1.5	-3.0	-5.8	
家計	5.1	4.9	4.4	3.0	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	3.6	
金融機関	0.9	0.6	0.7	0.8	0.5	0.4	0.6	0.0	0.2	0.2	
海外	-1.2	-0.8	-0.6	-1.3	-0.9	-0.4	-0.1	-0.2	-0.8	-0.5	

(注) 海外部門の動きは当該国の国際収支を相手国の立場からみたものであり、マイナス（プラス）の場合は経常黒字（赤字）を示す。ドイツの一般政府と非金融企業は、1995年の信託公社解散（信託公社は1991～94年には非金融企業に含まれていたが、1995年に連邦政府が全債務を継承した）や2000年の第3世代携帯電話事業免許入札で攪乱されている。米国は統計上の不突合から5部門の合計がゼロにならない。

(出所) 日本銀行、米連邦準備制度、ドイツ連邦銀行

ことが分かる。ただ、ドイツの非金融企業が96年以降から慢性的に資金不足となっていることは、設備投資がキャッシュフローを下回り続けていることと整合性が取れないようにも思える¹⁷⁾。これは、通貨統合を契機に欧州企業の大量の資金調達が可能となったことを受けて、クロスボーダー M&A が活発化したことを反映していると推測される。ドイツ企業が関係した M&A の代表例としては、ダイムラー・ベンツによるクライスラー買収（98年5月、総額350億ドル）、ドイツ・テレコムによるボイスストリーム買収（2000年7月、総額507億ドル）などが挙げられる。

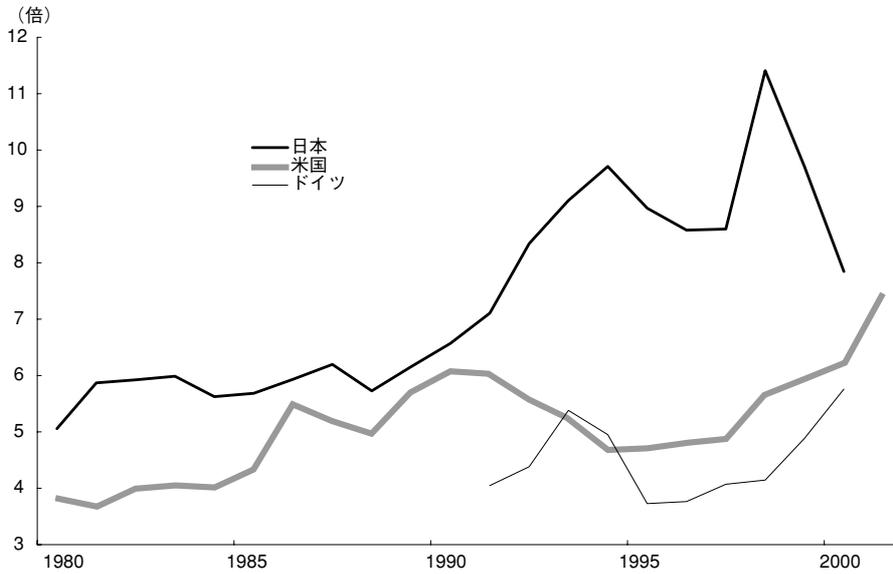
(2) 有利子負債残高／キャッシュフロー比率

以上から、日米独の企業はいずれも何らかの形で過剰債務問題を抱えていると考えられる。図7は、マクロ・データで企業の有利子負債のキャッシュフロー比率を見たものである（日本は法人企業統計、米国とドイツは資金循環勘定）。また、各国ごとに統計のベースが異なることから、図8ではそれぞれを91年=100として指数化した計数を示している。

日本の有利子負債残高／キャッシュフロー比率は80年代には5.6～6.0倍程度でほぼ安定していたが、80年代末から上昇を続け、98年度には11.4倍にも達した。この比率は99、2000年度に9.7倍、7.8倍と急速に低下したが、80年代の安

17) ただし、2000年については政府への第3世代携帯電話事業免許料支払いにより攪乱されている。

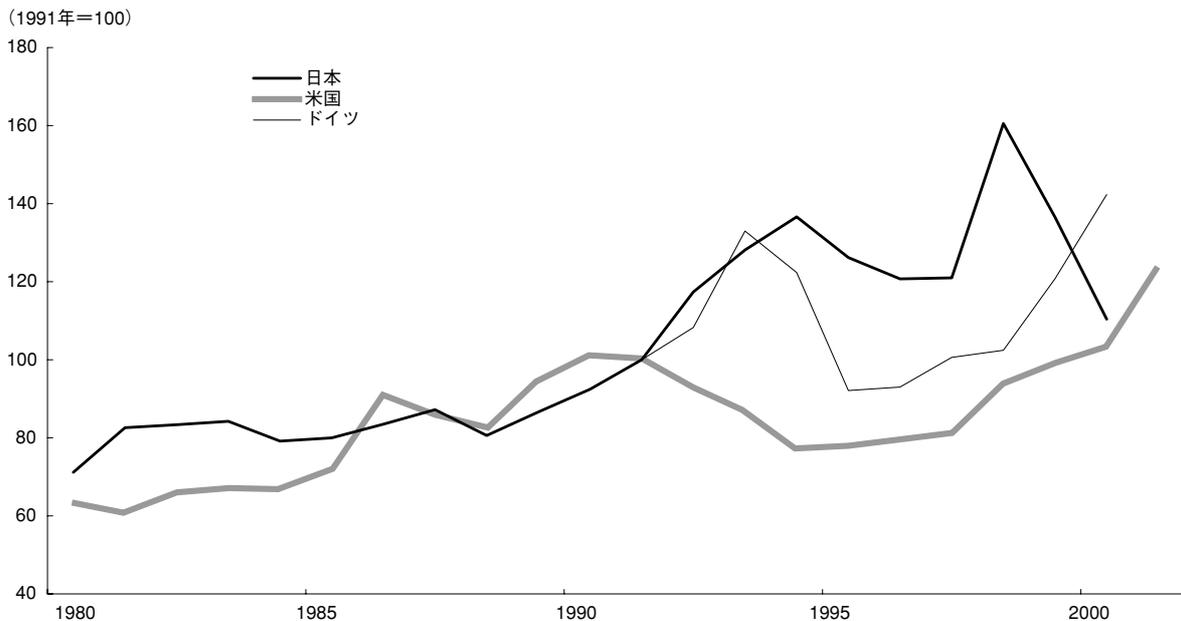
図7 非金融企業の有利子負債／キャッシュフロー比率



(注) 有利子負債は長期借入金と債券発行額の合計と定義。日本，米国のキャッシュフローは内部留保と減価償却費の合計。ただし，ドイツのキャッシュフローは企業貯蓄（資金循環勘定ベース）に減価償却費を加えたもので代用。ドイツのデータは，1995年の信託公社解散（信託公社は1991～94年には非金融企業に含まれていたが，1995年に連邦政府が全債務を継承した）で攪乱されている。日本は年度，米国，ドイツは暦年。

(出所) 財務省「法人企業統計年報」，米連邦準備制度，ドイツ連邦銀行

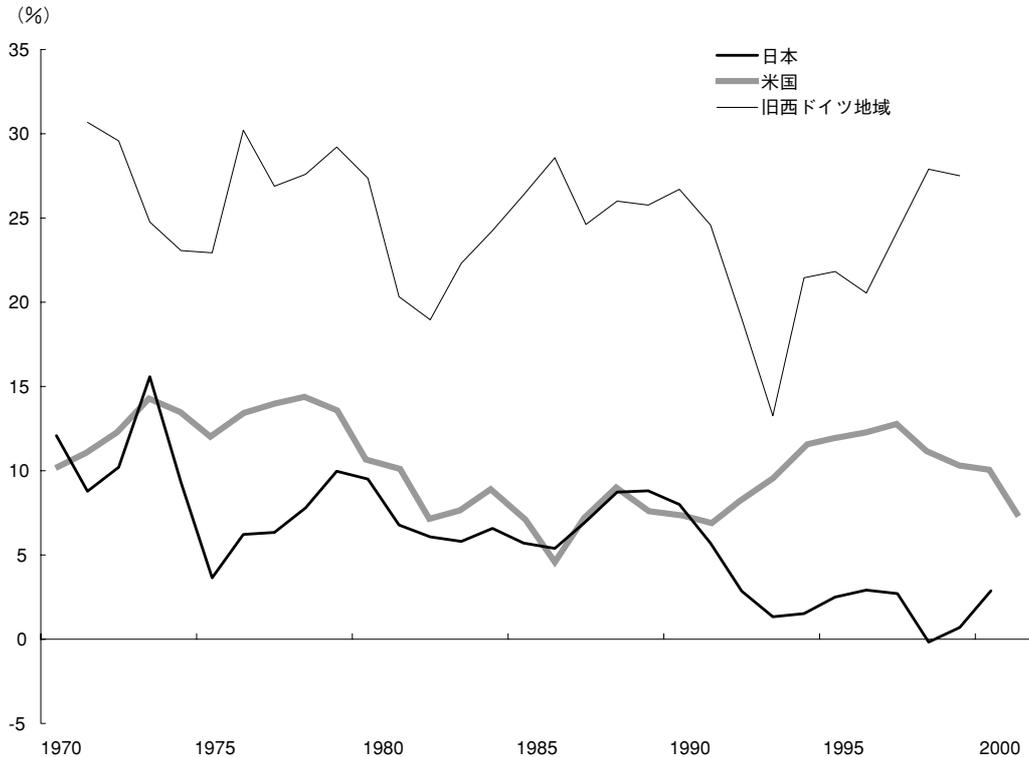
図8 非金融企業の有利子負債／キャッシュフロー比率（指数）



(注) 1991年=100として有利子負債／キャッシュフロー比率を指数化したもの。

(出所) 財務省「法人企業統計」，米連邦準備制度，ドイツ連邦銀行

図9 日米独の設備ストック利益率



(注) 当期純利益(税引き後利益)を機械設備(日本は「その他有形固定資産」)で割った比率。旧西ドイツ地域では1997年以降の機械設備のデータが存在しないため、有形固定資産に占める機械設備と土地・建物の割合が一定と仮定して試算。日本は年度、米国とドイツは暦年。(出所) 財務省「法人企業統計」、米商務省センサス局、米連邦準備制度、ドイツ連邦銀行

定した水準をベンチマークとした場合、なお30%程度の債務削減が必要と試算される。さらに、前述のように法人企業統計では不動産業のシェアが経済実勢に比べて低いことを勘案すると、このデータでは過剰債務が過小評価されている可能性も否定できない。

米国の有利子負債残高／キャッシュフロー比率は、84年の4.0%から90年の6.1%まで急上昇した後、94年には4.7%にまで劇的に低下した。しかし、この比率は98年頃から再び上昇傾向が顕著となり、2001年には7.4倍と現在の日本に匹敵する水準にまで達している。90年代前半の米国が脱債務化により緩慢な成長を余儀なくされたことを考えると、果たして今後の米国経済

が力強い回復を遂げることができるかどうかは疑問視される。

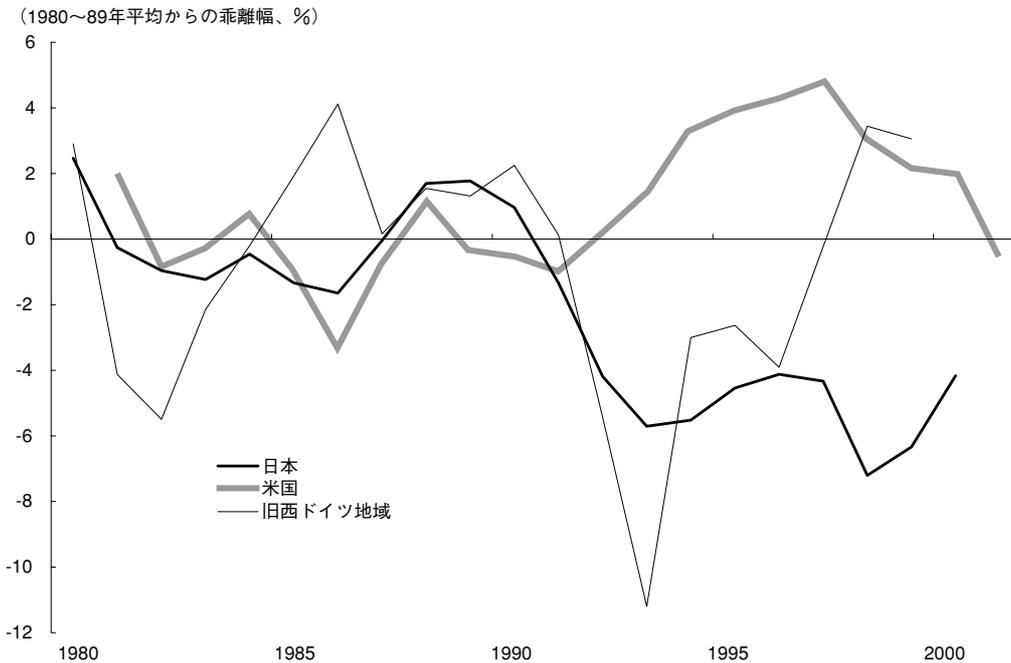
ドイツの有利子負債残高／キャッシュフロー比率は、信託公社¹⁸⁾解散後の95年からほぼ横ばいで推移していたが、98年の4.1倍に対し99年4.9倍、2000年5.8倍と急上昇を続けている。前述のとおり、これは99年の通貨統合を受けた社債発行増加とM&Aブームの影響が大きいと考えられる。

(3) 設備ストック利益率

しかし、企業の過剰債務問題を評価するには、外部資金調達によって取得された設備ストックでどの程度のリターンが得られるかという点も

18) 旧東ドイツ地域の国営企業民営化を行っていた信託公社は91年から94年まで非金融企業のデータに含まれていたが、95年から連邦政府が全債務を継承した。

図10 日米独の設備ストック利益率（1980年代平均からの乖離）



(出所) 財務省「法人企業統計」, 米商務省センサス局, 米連邦準備制度, ドイツ連邦銀行

重要である。設備ストックに対する利益率が十分に高ければ、債務負担は比較的小さいと考えられるためだ。図9と図10では、税引き後利益（日本は当期純利益）を機械設備ストック（日本は「その他有形固定資産」）で割った比率を設備ストック利益率と定義し、実際の水準と1980年代平均からの乖離幅で示した。

図9で興味深いのは、90年代に日本と米国の設備ストック利益率が対照的な動きを続けたことである。両国の設備ストック利益率は70年代から80年代にかけてほぼ同水準で推移していたが、90年以降は米国で大幅に上昇する一方、日

本ではゼロ近辺まで低下している。旧西ドイツ地域の設備ストック利益率は統計の相違もあり高めに出現しているが、図10で水準を調整すると、80年代から90年代前半にかけて見られた日本との連動性が98年頃から急速に崩れてきたことが分かる。

有利子負債残高／キャッシュフロー比率と設備ストック利益率の2つの尺度から比較すると、企業の過剰債務問題が最も深刻なのは日本である。それによる設備投資の低迷や実物資産の低い利益率は、日本の名目金利の低位安定に引き続き貢献すると予想される。

V. おわりに

企業行動を見る上での基礎統計として、わが国の法人企業統計はカバレッジ、データの Availability とともに主要先進国で最も優れた指標と言える。将来の検討課題としては、①鉱工

業生産指数、第3次産業活動指数など月次の供給者側の統計、②雇用関連統計、③民間の財務データ、④法人税収統計など様々な統計と組み合わせ、企業部門に関する精度の高い加工統

計を作成することが望ましい。どのような統計にもクセや限界があり、単一の指標のみで経済の全体像を把握することは不可能である。また、各種のデータを総合的に利用することで、統計のスクラップ・アンド・ビルドに取り組み、統計作成上の負担を軽減することも可能となる。そのため、他の統計と相互に補完し合うことにより、法人企業統計の価値はむしろ高まると考えられる。とくに企業の収益性や労働生産性に関する統計の充実が図られれば、大いに有用であろう。

この点で、米国の各統計作成主体が連携し、

加工統計の整備に力を入れていることは参考となる。米国の各省庁は共通のデータソースに基づき分担して統計を作成しているため、早い段階で集計を行なうことができるとともに、統計の精度の向上も図られている。また、重要な統計の推計方法が詳細に開示されていることは、民間部門や学界などからのフィードバックを通じて、統計の信頼性やユーザーの利便性を高めることにもつながる。速報性や精度の高い経済統計は政策当局と金融市場との「対話」にとっても不可欠なツールであり、適切な経済政策運営にも重要な役割を果たすためである。

参 考 文 献

- 高橋祥夫 (1999) 「本格化する日本企業のリスク：米独の例からみたインプリケーション」, ドイツ証券『当面の投資ストラテジー』, 5月21日
- 高橋祥夫 (2000) 「ニュー・エコノミーと労働生産性—日・米・欧の比較—」, ドイツ証券『当面の投資ストラテジー』, 10月13日
- 高橋祥夫 (2002) 「バランスシート調整のリスクが懸念される米国経済」, ドイツ証券『当面の投資ストラテジー』, 2月8日
- 日本銀行調査統計局 (1999) 『調査統計局における統計整備に対する基本的な考え方とこれまでの取り組み』
- 日本銀行調査統計局 (2000) 『欧米主要国の資金循環統計』
- 松岡幹裕 (2001) 『設備投資の今後の見通し』, ドイツ証券, 9月14日
- 森田長太郎 (2002) 「日本経済はどれだけの過剰債務を削減しなければならないのか?」, ドイツ証券『当面の投資ストラテジー』, 2月1日
- Deutsche Bundesbank (1999) “Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1996”
- Deutsche Bundesbank (2001) “Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1999”, Monatsberichten,
- Marz
- Deutsche Bundesbank (2001) “Erträge und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen nach Rechtsformen”, Monatsberichten, Dezember
- European Central Bank (2001) “Characteristics of corporate finance in the euro area”, Monthly Bulletin, February
- European Central Bank (2001) “Financing and financial investment of the non-financial sectors in the euro area”, Monthly Bulletin, May
- European Committee of Central Balance Sheet Offices (2000) “Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996”
- Gust, Christopher and Marquez, Jaime (2000) “Productivity Developments Abroad”, Federal Reserve Bulletin, October
- Monticelli, Carlo and Bussoli, Patrizia (2000) “Is the difference in productivity growth between Europe and the US really that large?”, Europe Weekly, Deutsche Bank, September 8
- Patrick, A. Kenneth (2001) “Comparing NIPA Profits with S&P 500 Profits”, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, April
- Patrick, A. Kenneth (2002) “Corporate Profits :

Profits Before Tax, Profits Tax Liability, and Dividends”, Methodology Paper, Bureau of Economic Analysis
U.S. Department of Commerce (2000)“Digital Economy 2000”