

企業の景気判断と経営・財務状況

浅子 和美^{*1}
安藤 浩一^{*2}
松本 和幸^{*3}

要 約

企業が生産、雇用、設備投資、資金調達等々の計画を立てる際には、その時点およびその後の景気動向がどのようなものになるかを正しく把握することが、企業のパフォーマンスにとって決定的に重要である。しかし、種々のアンケート調査などの結果から経験的に観察されているのは、景況感はすべての企業にとって同じものになるとは限らないことである。むしろ、たとえ同じ業種に属するなど外見上似通った企業同士でも、異なったものになるのが一般的であろう。本稿のそもそもの問題意識は、「そうした景況感の違いは何によって生じるのであろうか？」との問いを解明することである。

そのために本稿では、日本政策投資銀行設備投資研究所と一橋大学経済研究所が2002年12月に共同で企画・実施した『企業の中長期行動について』のアンケート調査のうちの、企業の景気判断関連の設問に対する回答を利用する。より具体的には、景気判断にとって景気指標の絶対水準と変化率や変化方向とのどちらを重視するか、どれくらい先までの景気に注目するかといった企業の特性を企業の経営・財務指標とマッチングすることによって、相互の関連を検証するものである。

以下、本稿の構成は次の通りである。まず第Ⅱ節では、景況感について予備的な考察を行う。特に、景気判断において、景気指標の変化方向で判断するか、水準で判断するかの2通りの景況感について考察する。また、代表的な景気指標がどちらの基準によるかもサーベイする。第Ⅲ節では、『企業の中長期行動について』のアンケート調査の景気関連設問とその回答について、その概要を紹介する。ここでの回答結果が、続く第Ⅳ節と第Ⅴ節の統計的分析の対象となる。

第Ⅳ節は、第Ⅴ節の準備的考察にあてられ、アンケート調査時点およびその後の景気動向と回答を寄せた企業の経営・財務指標等について概観する。第Ⅴ節では、複数の視点での計量分析により、アンケート調査の回答と企業の経営・財務指標等との関連を検証する。ここで用いる統計的手法は、分散分析や回帰分析である。第Ⅵ節が本稿の結論部分であり、その一部を整理するならば以下ようになる。

どの企業が景気指標の変化ないし変化率を重視し、どの企業が景気指標の絶対水準を重視するかについては、分水嶺となる経営・財務指標は発見できず、むしろ資本金や従業員数が多く企業の規模が大きいほど、景気関連指標はその絶対水準でなく「変化または変化率」で判断していることが示唆された。また、どれくらい先までの景気にもっとも関心が

- * 1 一橋大学経済研究所教授
- * 2 日本政策投資銀行設備投資研究所副主任研究員
- * 3 立教大学観光学部教授

あるかといった時間軸の長さについては、一般に対売上高にしる対総資産にしる利益率が高い企業ほど、より遠い先の景気に関心が高まる。また、負債自己資本比率が高い企業はより近い先の景気にしか関心がなくなる傾向がある。回帰分析の結果からは、売上高に占める設備投資比率が高い企業ほど、有意に時間軸が長い傾向があることも分かった。

このように、本稿では企業によって景況感の形成に違いが生じる原因を探る試みをしたが、個々の企業によって多様な面は確認されたが、その原因について計量分析的に頑健な結果が得られたわけではない。相違があるからには何らかのシステムティックな原因もあると考えるのが自然であろうから、本稿で試みた経営・財務指標や業種別特質に加えてコーポレート・ガバナンス（企業統治）や経営者の特質、雇用形態の特質、属する地域経済の特質、等々との関連を解明するのが当面の課題といえよう。

I. はじめに

企業が生産、雇用、設備投資、資金調達等々の計画を立てる際には、その時点およびその後の景気動向がどのようなものになるかを正しく把握することが、企業の経営にとって決定的に重要である。そのために、企業自らが資源を割いて調査することもあるだろうし、積極的に政府や民間の経済予測や景気予測の情報を収集し、自らの経営判断に反映させようとするであろう。そうした努力の結果形成する景気動向に対する認識、すなわち景況感は、必ずしもすべての企業にとって同じものになるとは限らない。否、むしろ、たとえ同じ業種に属する企業同士でも、異なったものになるのが一般的であろう。

本稿の問題意識は、「そうした景況感の違いは何によって生じるのであろうか？」というものである。もちろん、企業がどのような経済活動を行っているかによって、将来の出来事はそれほど重要でない場合もあるし、企業がさまざまな短期の変動や起こるべき不確実性に対して十分手当てしているか否かも、現時点での経営判断や財務判断にとって大きな影響を及ぼすであろう。また、そうした面ではまったく相違がないとしても、企業の経営状況や財務状況の違いによって、景況感が異なったものになる可能性もある。

本稿の目的は、その最後の点を立ち入って考察するものであり、そのために企業に対するアンケート調査の結果を利用する。このアンケート調査は、日本政策投資銀行設備投資研究所と一橋大学経済研究所が共同で企画したものであり、2002年12月に行われた。アンケート調査の主目的は、企業の中長期行動を問うものであり、①財務戦略、②ガバナンス、③研究開発、④設備投資、⑤コスト問題、および⑥景気の6大分野に亘って、合計39間について回答を求めている。このアンケート調査の全容については松本(2003)が詳しいが、本稿との関連でいえば、⑥景気についての4つの設問から得られる情報を、企業の経営・財務指標とマッチングするものである。

以下、本稿の構成は次の通りである。まず第Ⅱ節では、景況感について予備的な考察を行う。特に、景気判断において、景気指標の変化方向で判断するか、水準で判断するかの2通りの景況感について考察する。また、代表的な景気指標がどちらの基準によるかもサーベイする。第Ⅲ節では、日本政策投資銀行設備投資研究所と一橋大学経済研究所が行った『企業の中長期行動について』のアンケート調査の景気関連設問とその回答について、その概要を紹介する。こ

こでの回答結果が、続く第Ⅳ節と第Ⅴ節の統計的分析の対象となる。

第Ⅳ節は、第Ⅴ節の準備的考察にあてられ、アンケート調査時点およびその後の景気動向と回答を寄せた企業の経営・財務指標等について概観する。第Ⅴ節では、複数の視点での計量分析により、アンケート調査の回答と企業の経営

・財務指標等との関連を検証する。ここで用いる統計的手法は、分散分析や回帰分析である。第Ⅵ節は本稿の結論部分であり、統計的に有意な関係として検証された企業の景気判断と経営・財務状況について整理し、合わせて今後に残された課題を指摘する。

Ⅱ．異なる景気判断基準 — 変化方向か水準か

本稿で考察する景気判断基準をめぐっては、経済活動の変化方向で判断するか活動水準そのもので判断するかの2通りが考えられる。これは景気循環の局面の理解にもつながる問題であり、景気転換のタイミングにとっても重要な論点である。

経験的に景気は循環するものであることが認識されており、それゆえに、変化方向と水準による景気局面判断はタイミングの遅れなど理論的には一定の関係を有する。しかしながら、浅子・原田（2004）の分析によると、現実には、変化方向による景気判断と水準による景気判断は、必ずしも整合的な関係にあるとはいえない。これは、アンケート調査から作成される景気指標同士の関係としても認められることであり、また、アンケートの対象となった企業の個別の景気判断としても認められ、そこまで整合的に取り組んでいないというのが実情なのであろう。

いずれにしても、景気判断に当たって変化方向を重視する企業と経済活動水準を重視する企業が混在するとすれば、そうした企業に対してのアンケート調査に基づいて作成される景気指標については、背景にある企業の特徴を十分に認識しておく必要がある。以下では、そうした背景を多少詳しく考察する。

Ⅱ－1．景気循環の局面分割

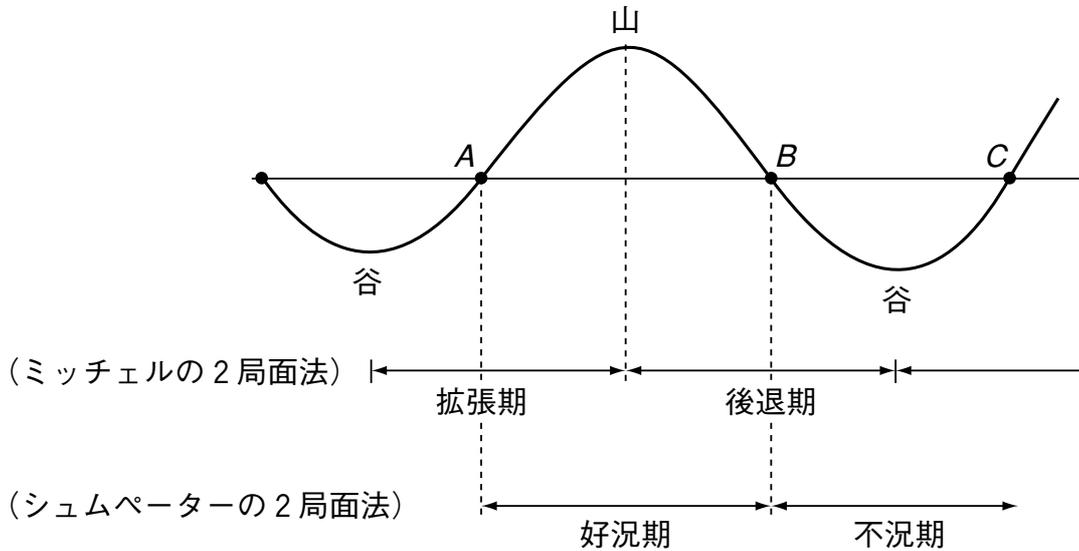
2通りの景気判断がありうるのは、そもそも景気循環の局面分割そのものに、2通りの考え

方があるからである。1つの局面分割法は、1つのサイクルを拡張期と後退期の2局面に分けるものであり、ときにミッチェルの2局面法と呼ばれる。図1にみられるように、景気の波動の谷（底ないし床）から山（天井）までが拡張期、山から谷までが後退期であり、1つのサイクルは谷から次の谷までで完結する。内閣府による公式の景気基準日付がこの分割法によっており、事実上「景気の良し悪し」の基本となっている。

もう1つの局面分割法は、好況期と不況期の2局面に分割するものであり、拡張期・後退期が経済活動の変化の方向で局面を分割するのに対し、経済活動水準を切り所として局面を分割しようとするものである。すなわち、図1でいえば、変動幅の中央に横線（一般的にはトレンド線）を引いたときに、点Aから点Bの期間は経済活動が平均的な水準を上回ることから好況期に分類され、逆に点Bから点Cまでの期間は不況期に分類されることになる。

問題は、2つの局面分割法で、「景気の良し悪し」のタイミングが異なることである。逆に言えば、このタイミングのズレを正しく認識しておけば、変化方向と水準による景気判断を整合的に使い分けることが可能となる。具体的に2つの分割法を比較すると、景気基準日付は、「好況・不況」法によった場合には「拡張・後退」法によった場合よりも、4分の1のサイクル分だけ遅れて区分されることになる。

図1 景気局面の分割法



II-2. 景況感の形成

個々の経済主体はどのように景気を実感し、景況感を形成するのであろうか。どの指標によって漠然とした“景気”をとらえるかとの問題があるが、その点は後に考察するとして、とりあえず何らかの景気指標があるとしよう。

経済主体は、その指標の動向をみながら景況感を判断するものとしても、実際にマクロ経済全般についての知識を有するわけではなく、また個別の経済主体が直接マクロ経済全般に影響力を発揮できるわけでもない。しかし、マクロ的にはウェイトの小さい多くの独占的競争下にある市場でのプライスセッターとしての個別企業が他企業の動向を意識し観察するように、自らの景況感の形成にとって、他の経済主体が景気をどのように認識しているかの知識も有益と考えるであろう。ここに、政府なり民間機関が行うさまざまな景況感のアンケート調査の拠って立つ原点があると考えられる。

さて、本稿の問題意識に戻るとして、その際に、景気指標の変化方向なり水準のどちらを重視するのであろうか。浅子・原田(2004)が指摘していることであり、巷間よく指摘されることであるが、生産活動や原材料の調達、投資行動、資金調達などが主たる関心事である企業からみると、現在の景気動向そのものよりも、将

来にかけての景気の推移が重要であり、その意味では経済活動の変化に敏感であるとの観察が可能である。これに対して、就労や消費活動が主たる関心事である家計や消費者にとっては、将来にかけての経済活動の変化よりも、その時点その時点での経済活動水準が重要となろう。

もちろん、企業も消費者も、合理的に行動するならば将来を考慮しないということはない。そういう意味では、企業と消費者の対照は程度の問題であろう。もっとも、企業よりも消費者の方に、当期の経済環境がより強く影響を及ぼす蓋然性があるといったことはあるかも知れない。たとえば、資本市場の不完全性からくる流動性制約はそうした例であり、一般に担保要件に欠ける消費者の方が企業よりも制約を受けやすいであろう。さらに、そもそもゴーイング・コンサーンとしての企業と有限な寿命を有する個人とは、時間軸の長さの程度(time horizon)、すなわち時間選好率(rate of time preference)が異なるといった点もあろう。

このようにみると、ともあれ、企業の景況感にもミッチェル流の変化方向による局面分割になじむのと、シュムペーター流の経済活動水準に依拠した局面分割になじむものとの両方が混在することは十分考えられることになる。実際に、どれくらいの割合で分かれるのであろうか。

それを分けるのはどのような要因によるのであろうか。この点を確認するのが、第Ⅲ節で紹介する企業のアンケート調査結果とそれに続く計量分析なのである。

Ⅱ－３．景況感のアンケート調査

本項では、現在行われている景況感に関する代表的なアンケート調査について紹介する。あまり良く知られていないが、日本経済については、少なからず景況感に関するアンケート調査が行われている。日本銀行のアンケート調査はよく知られているが、このほかにも内閣府、財務省、中小企業庁、国民生活金融公庫などがある。さらには、2000年からは全国の景気の現場にいる個人に委嘱する『景気ウォッチャー調査』も行われている。調査対象先など詳しくは浅子・原田（2004）で紹介されているが、変化方向か水準か、の観点からみると以下ようになる。

日本銀行による『全国企業短期経済観測調査』（以下、『日銀短観』）には数多くの設問項目があり、景況感の調査は「判断項目」カテゴリにおいて行われている。なかでも、経済活動水準である「貴社の業況」について「良い」「さほど良くない」「悪い」の3項目から選択させる設問を集計した結果が「業況判断DI」と呼ばれ、最も注目されている。ここで「判断項目」の回答結果のDIへの集計は、（第1選択肢の回答社数構成百分比）－（第3選択肢の回答社数構成百分比）によって行われる。すなわち、

$$\text{業況判断DI} = (\text{「良い」と回答した企業割合}) \\ - (\text{「悪い」と回答した企業割合})$$

として計算され、理論的には100パーセントとマイナス100パーセントの間の値をとる。

これに対して、財務省の『景気予測調査』も『日銀短観』と同様の趣旨で行われている大規模な景況調査であるが、『日銀短観』と大きく異なるのは、景況調査は個別企業の経済活動の変化方向を問う形で成されていることであり、回答者は「景況」についての対前期比が「上昇」「不変」「下降」の3項目のうちどれかを選択することになっている。結果を集計したのがBSI（Business Survey Index）と呼ばれる景気指標であり、その集計方法は基本的に『日銀短観』の「業況判断DI」と同様であり、

$$\text{BSI} = (\text{「上昇」と回答した企業の構成比}) - (\text{「下降」と回答した企業の構成比})$$

として集計される。

第3に、2000年から始まった新しいアンケート調査である、内閣府の『景気ウォッチャー調査』がある。これは、内閣府が百貨店の売り場主任、ホテルスタッフ、タクシー運転手など、経済活動の現場で働く人々を「景気ウォッチャー」として委嘱し、毎月、景気の現状判断として、水準判断（今月の景気は良いか悪いか）、変化の方向性判断（3ヶ月前と比べて良くなっているか悪くなっているか）、景気の先行き判断（2－3ヵ月後の景気は今月と比べて良くなっているか、悪くなっているか）を尋ねているものである。本稿の問題意識との関連では、景気の現状判断として水準による判断と変化の方向による判断を聞き分けている点が興味深い。内閣府の景況感調査であることから、景気動向指数による景況感との比較の意味で、集計値としては方向性判断を採用し水準判断は参考資料として位置付けている。

Ⅲ．企業の景気判断についてのアンケート調査

さて、企業はどのような景況感をもっているの であろうか。第Ⅱ節で紹介した日本銀行の『日

銀短観』、財務省の『景気予測調査』、内閣府の『景気ウォッチャー調査』、さらには浅子・原田(2004)で紹介されているいくつかの中小企業を対象としたアンケート調査の個票が利用可能ならば、アンケートの回答から、それぞれ回答した企業なり個人の特性を探ることが可能かもしれない。しかしながら、現実には、そうしたアンケート調査の個票は公開されているわけではない。

そうした制約から、独自に景況感の形成について直接企業にアンケート調査することにし、企業の特性、とりわけ経営・財務指標との関係を分析するのが本稿の目的である。

Ⅲ-1. 『企業の中長期行動について』のアンケート調査

実施した独自のアンケート調査は、2002年12月に日本政策投資銀行設備投資研究所と一橋大学経済研究所が共同で企画・実施した『企業の中長期行動についてのアンケート調査』(以下、『企業の中長期行動』と略称)である。

『企業の中長期行動』で回答を求めたのは、全部で39問あり、これらは①財務戦略について、②ガバナンスについて、③研究開発について、④設備投資について、⑤コスト問題について、および⑥景気についての6大項目に分けられる。これらの全容は松本(2003)が詳しいが、原則としてここでは本稿との関連で必要な情報のみを記すものとする。

アンケート調査では、証券取引所上場企業のうち金融保険業(銀行、証券、保険)を除く国内企業2,372社を母集団として、郵送で回答を求め、579社から有効回答を得ている。本稿の分析では、それらの企業のうち、日本政策投資銀行の財務データとのマッチングの関係から、地方証券取引所に単独上場の企業6社を除外し、アンケート調査の直前の4決算年度に新設、合併等々による決算上の異動がなく、景気に関する設問の少なくとも1つに答えた532社を分析

対象とする。本稿での大部分の分析は原則この532社ベースで行うが、設問によっては(たまたまその設問に回答していない企業があることから)対象企業数が若干少なくなったり、また一部の分析においては、過去10年間の長期にわたって決算上の大幅な異動のなかった442社ベースで言及する場合がある。

景気についての質問は4問あり、これらは「注目する景気指標」を尋ねた問36、「景気指標の絶対水準の大きさと変化率の大きさのどちらを重視するか」を尋ねた問37、「政府の景気判断をどうみているか」を尋ねた問38、および「どのくらい先までの景気に関心があるか」を尋ねた問39である。以下では、それぞれの質問について、具体的な質問を掲げるとともに、全産業とそれを製造業と非製造業に分けた回答状況を考察する。なお、以下での内数の合計が全回答企業数と一致しない場合があるが、これは有効回答企業のうち6社の社名が不明で業種も特定できなかったために、製造業・非製造業別への分類時には計上されていないからである。

Ⅲ-2. 問36「注目する景気指標」

問36 「貴社では、日頃、景気をどの指標で判断していますか。該当する項目を3つ以内選んで番号を○で囲んでください。」

- | | |
|---------------|-------------|
| 1. 貴社の販売動向 | 2. 貴業界の販売動向 |
| 3. GDP統計 | 4. 景気動向指数 |
| 5. 全産業活動指数 | 6. 鉱工業生産指数 |
| 7. 失業率 | 8. 有効求人倍率 |
| 9. 平均株価 | |
| 10. 日銀短観 | |
| (特にどの指標か：) | () |
| 11. シンクタンクの判断 | |
| (特にどの機関か：) | () |
| 12. その他 (| () |

表1 問36への回答

	全産業		製造業		非製造業	
	回答社数530		回答社数303		回答社数227	
	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)
回答1	243	17.5	138	17.4	105	17.7
回答2	394	28.4	235	29.6	159	26.8
回答3	106	7.6	61	7.7	45	7.6
回答4	183	13.2	99	12.5	84	14.2
回答5	26	1.9	10	1.3	16	2.7
回答6	81	5.8	61	7.7	20	3.4
回答7	52	3.8	26	3.3	26	4.4
回答8	12	0.9	6	0.8	6	1.0
回答9	181	13.1	98	12.4	83	14.0
回答10	59	4.3	30	3.8	29	4.9
回答11	23	1.7	12	1.5	11	1.9
回答12	26	1.9	17	2.1	9	1.5
回答数計	1386	100.0	793	100.0	593	100.0

選択対象が複数回答であるために、多様な回答が得られている事情が窺われるが、上位5位までの回答項目をあげるならば、全産業ベースで「業界の販売動向」(28.4%)、「個別企業の販売動向」(17.5%)、「景気動向指数」(13.2%)、「平均株価」(13.1%)、「GDP統計」(7.8%)となっている。この順位と構成比は製造業と非製造業に分割してもほぼ同様であるが、製造業では「鉱工業生産指数」が「GDP統計」とほとんど変わらないまでにウエイトを高めている。

個別企業自らの販売動向よりも業界の販売動向を重要視しているのは、まさに景況感の形成にとって、他企業の動向に注目していることの表れであろう。しかし、業界を超えたマクロ経済全般の景気関連指標まではそれほど“目を凝らして見ている”わけではなく、GDP統計や鉱工業生産指数、失業率、有効求人倍率を重視する企業は少ない。非製造業も含むことから鉱工業生産指数よりはカバレッジが高く、またデータの速報性などGDP統計よりも優れている点が多いと、景気予測の専門家からは評価の高い全産業活動指数は、そもそも知名度が低いためか選択した企業数は少ない。

このアンケート調査で明らかになった点として興味深いのは、『日銀短観』やシンクタンクの判断などの注目度が低いことであり、景気動向指数も3番目に注目されているといっても、

それほど高いものではない。これもマクロの経済指標への関心度が予想外に低いことの一般的表れといえよう。

最後に、失業率と有効求人倍率の労働市場関係の指標の注目度が低いのが特記されるが、逆に平均株価の注目度が意外と検討している感があるのと対照すると、一般論として労働市場関係の指標は景気に対して遅行するのに対し、株式市場は景気に対して先行する点あげられる。次節で言及するが、アンケート調査が行われた2002年12月時点での景気局面が、2002年1月を底として始まった戦後14番目の景気循環の拡張期が本格化した時期であったのも関係している可能性がある。

III-3. 問37「絶対水準と変化率」

問37 「貴社の経営上、景気関連指標を判断材料に用いる場合、一般に、絶対水準の大きさ(小ささ)と、変化率の大きさ(小ささ)のどちらがより重要でしょうか。該当する項目を1つ選んで番号を○で囲んでください。」

1. 絶対水準
2. 変化または変化率
3. どちらとも言えない

表2 問37への回答

	全産業		製造業		非製造業	
	回答社数524		回答社数299		回答社数225	
	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)
回答1	93	17.7	43	14.4	50	22.2
回答2	179	34.2	107	35.8	72	32.0
回答3	252	48.1	149	49.8	103	45.8
回答数計	524	100.0	299	100.0	225	100.0

回答のあった全産業(524社)、製造業(299社)、非製造業(225社)を一瞥すると、どの分類でも「変化または変化率」と回答した企業がほぼ3分の1に上り、変化ないし変化率で景気指標を判断する企業の割合が多いのが分かる。絶対水準で景況感を形成するのは、製造業よりも

非製造業において構成比率が高いが、それでも2割強であり、全産業では17.7%となっている。

しかし、製造業においても非製造業においても、どちらとも言えないと回答した企業が半数程度に達することを踏まえると、この段階での数字だけからは、変化方向と水準に関して、とりたてて規則的な傾向を見出すことはできないと判断されよう。

Ⅲ－４．問38「政府の景気判断の評価」

問38 「貴社では、政府の景気判断を日頃どうみていますか。5段階で評価して、該当する項目を1つ選んで番号を○で囲んでください。」

1. 適切で信頼できる
2. まずまず適切で参考になっている
3. 適切でも不適切でもなく、特段意味がない
4. 不適切で距離を置いている
5. 大いに不適切で信頼できない

表3 問38への回答

	全産業		製造業		非製造業	
	回答社数527		回答社数303		回答社数224	
	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)
回答1	3	0.6	2	0.7	1	0.4
回答2	199	37.8	108	35.6	91	40.6
回答3	224	42.5	139	45.9	85	37.9
回答4	82	15.6	43	14.2	39	17.4
回答5	19	3.6	11	3.6	8	3.6
回答数計	527	100.0	303	100.0	224	100.0

この設問は、政府の景気判断について評価を求めたものであるが、製造業・非製造業を問わず、まず第1に、両極端の「適切で信頼できる」と「大いに不適切で信頼できない」は少なく、政府に対する偏った評価は排除される。第2に、「適切でも不適切でもなく、特段意味がない」との評価が全体の4割強に達しているが、これを素直に中立的なものとして受け止めるか、特段役に立つわけではなく評価対象外と否定気味に受

け止めるかは微妙なところである。

第3に、極端でなく冷静に政府の景気判断を評価した「まずまず適切で参考になっている」と「不適切で距離を置いている」を比べると、全産業ベースで、好意的に評価した前者が37.8%、批判的に評価した後者が15.6%であり、好意的な評価が2倍以上となっている。この傾向は、製造業と非製造業で特に変わりはない。

Ⅲ－５．問39「景気の時軸」

問39 「貴社は、どのくらい先までの景気に最も関心がありますか。該当する項目を1つ選んで番号を○で囲んでください。」

1. 1四半期以内
2. 1四半期から半年
3. 半年から1年
4. 1年から2年
5. 2年から5年
6. 5年以上

表4 問39への回答

	全産業		製造業		非製造業	
	回答社数526		回答社数300		回答社数226	
	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)	回答数	構成比(%)
回答1	8	1.5	1	0.3	7	3.1
回答2	20	3.8	12	4.0	8	3.5
回答3	162	30.8	103	34.3	59	26.1
回答4	180	34.2	100	33.3	80	35.4
回答5	138	26.2	74	24.7	64	28.3
回答6	18	3.4	10	3.3	8	3.5
回答数計	526	100.0	300	100.0	226	100.0

時間軸 (time horizon) に関する問39の回答からは、流石に半年より短期間と5年より長期間は関心外となり、もっぱら半年から5年以内が関心対象となっている。そのなかでも、「半年から1年」、「1年から2年」、および「2年から5年」は構成比率の面からはほぼ拮抗している。ただし、より詳しくみると、製造業と非製造業では、「半年から1年」と「2年から5

年」の構成比が逆転し、製造業では「半年から1年」が「2年から5年」を10%ポイントほど上回っているのに対し、非製造業では「2年から5年」が僅かではあるが「半年から1年」を上回っている。

飯塚・浅子（2003）によると、戦後日本の景気循環（第2循環から第13循環）の1つのサイクルは平均約50ヶ月の周期を示し、そのうち拡張期が33ヶ月、後退期が17ヶ月になっている。

したがって、平均的には拡張期で2年以内（厳密には、平均持続期間の半分である $33/2=16.5$ ヶ月）、後退期では1年以内（ $17/2=8.5$ ヶ月）に景気転換点を迎えることになり、その限りでは回答の中でもっとも構成比率の高い「1年から2年」先の景気動向に関心を持つことは、景気の転換に備える意味合いを持ち賢明な心構えと評価できよう。

IV. 景気判断と経営・財務状況 — 予備的考察

さて、次節で企業の景気判断がどのような経営・財務指標要因と関係するかを探るが、その前に本節では、そうした分析を行うに当たっての予備的考察を行う。

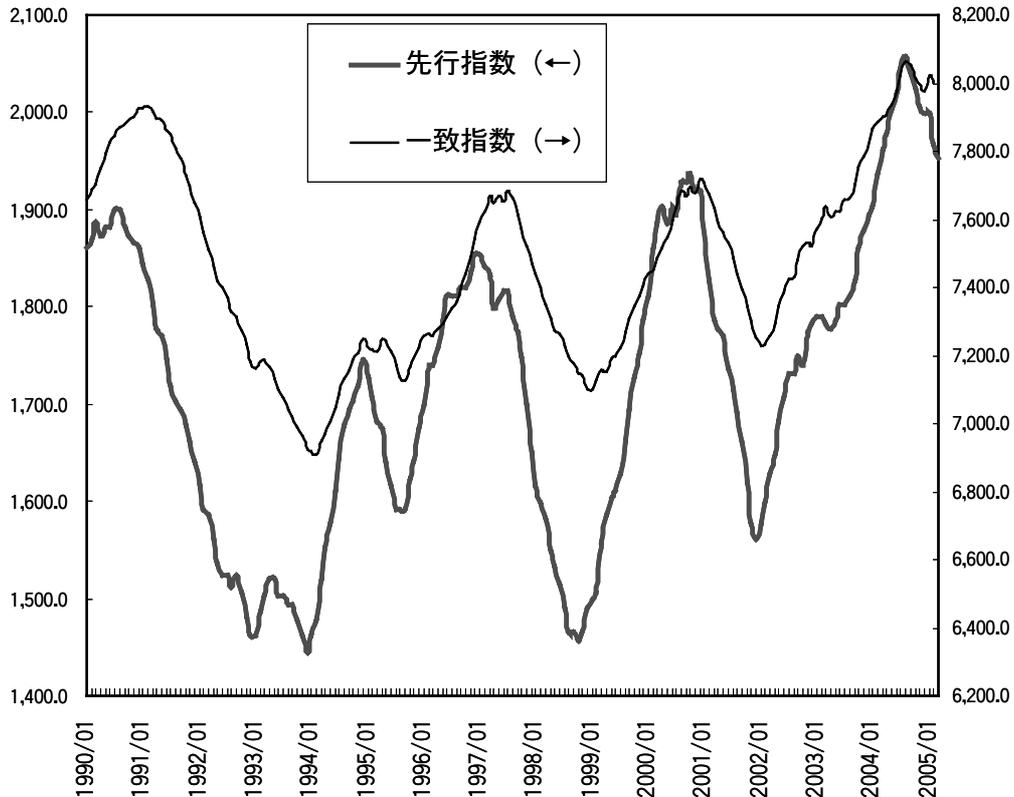
IV-1. アンケート実施時の景気局面

まず最初に、アンケート調査を行った時点での景気局面を確認しておく。『企業の中長期行動』全体を通してみれば、バブル崩壊後の企業の中長期経営に関する設問が大半を占めており、松本（2003）からも窺われるように、各企業も中長期的な視野に立った回答を寄せてきたものと評価される。しかしながら、本稿で採り上げ

る景気関連の問いについては、設問の性質上、少なからず回答時の景気動向の影響を受けた可能性も否定できない。そこで、アンケート調査の回答時の2002年12月前後の景気動向を簡単に確認し、あわせてその後最近時に至るまでの事後的な景気動向の推移も概観する。

なお、問36で如実に窺われるように、企業が注目する景気指標は多様であり、景気動向を何によって判断すべきかという基本的な問題がある。この点の留保は必要であるが、ここでは業界を超えてもっとも一般的に用いられている景気動向指数とGDPの2指標をみるものとする。

図2 景気動向指数（累積指数）



IV-1-1. 景気動向指数

最初に、景気動向指数の一致指数(累積指数)の推移からみる(図2参照)。1960年8月以来、内閣府(旧経済企画庁)によって景気動向指数が作成されてきたが、2004年10月分からは新しい景気動向指数が使われている。ただし、ここで参照する一致系列については、11系列のうち、百貨店販売額を商業販売額(小売業)に入れ替えるという小幅な改定であった。

アンケート調査の回答時点の少し前をみると、2002年1月に景気は谷をつけ、一致系列の累積指数でみても、2001年12月の7,252を底として、徐々に回復が始まったタイミングであった。ただし、しばしば指摘されてきたように、景気動向指数に基づく統計上の動向と企業の実感の間には、場合によっては数ヶ月ないし1年以上のズレがあり得ることに加えて、バブル崩壊後の景気回復過程では予期せぬ腰折れ(1993年10月、1999年1月に景気の谷)が重なったこともあって、2002年1月からの回復過程は恐る

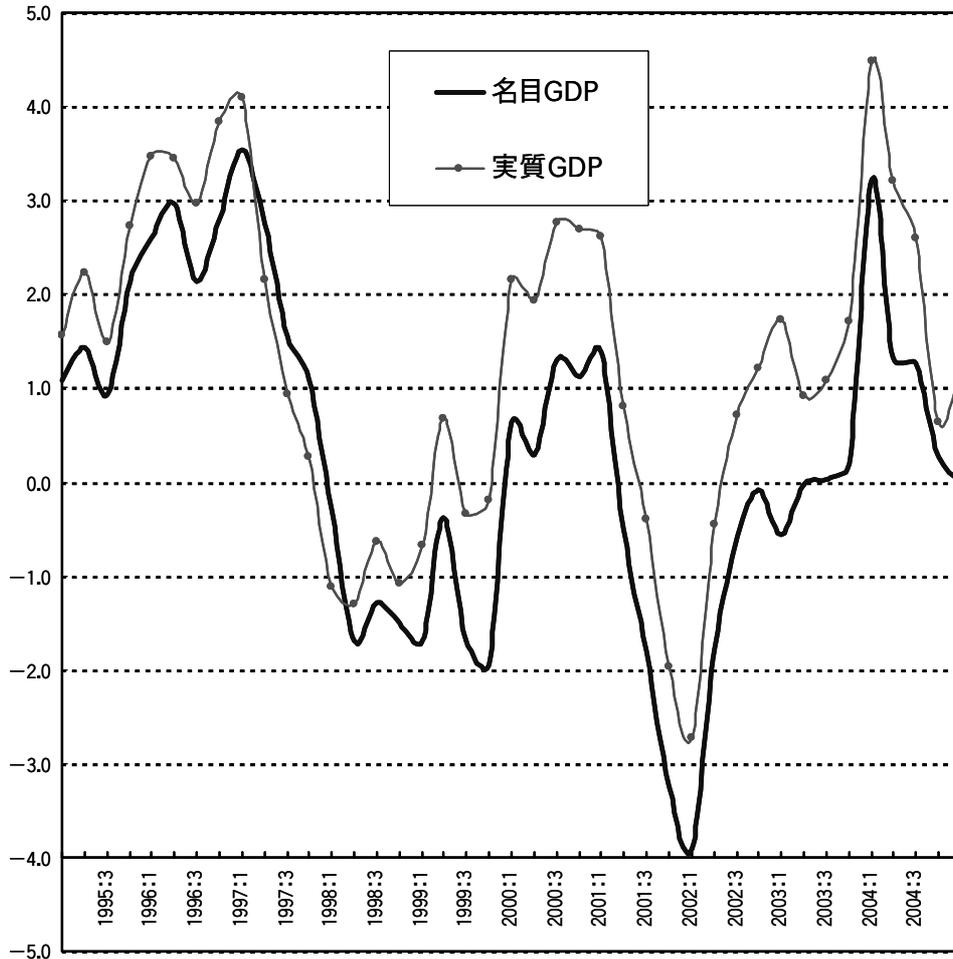
恐るの手探り状態であった。事後的にみると、その後一致系列は2004年8月まで拡張し続け、2005年初頭段階では後退期にある。

IV-1-2. GDP 成長率

次に、GDPの伸び率をみる。景気との関連では、実質GDPでみるのが一般的であるが、ここではまず名目GDPで考察する。その理由としては、①近年は物価が安定していることから実質化の必要性は以前ほど高くないこと、②実質値はデフレーター作成方法に依存するため統計技術の影響を受けやすく、名目値の方が頑強な面があること、③近年は価格下落の影響も無視できず、それが反映される名目値を用いた方がより実感に訴えること、などがあげられる。ただし、図3には実質GDP成長率のグラフも同時にプロットしてある。

図3を一瞥すると、アンケートが実施された前後の2001年第2四半期から2003年第1四半期は、マイナス幅は縮小していったにせよ、マイ

図3 GDP成長率（名目と実質）



ナス成長の期間であるから、企業の景気見通しは楽観を許す環境にはなかったことがわかる。なお、その後2005年の今日までをみると、以前よりは多少改善されたが、まだやっと水面上に顔を出した程度の状況で推移している。

IV-1-3. 景気基準日付と株価

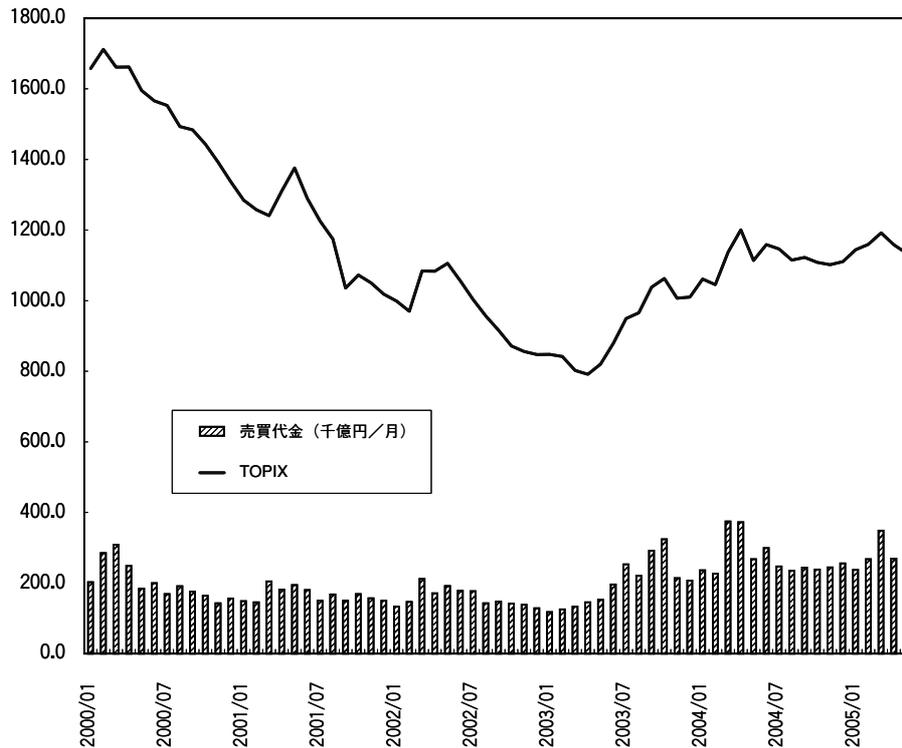
このように、景気動向指数でも GDP 成長率でも、アンケート調査時点は景気回復期であるが、それが未だはっきりとした景況感を形成するまでには至っていない段階といえる。実際、内閣府の景気動向指数研究会で景気基準日付に関して2002年の1月が景気循環の底であったとの判断(ただし暫定)が下されたのは2003年6月になってからである(確定は2004年11月)。

株式市場でも停滞が続いており、図4にあるように TOPIX (東京証券取引所株価指数) でみて、2002年の年初はしばらく上昇基調にあったものの、年央からはほぼ一貫して下落し、この傾向が翌2003年の3月まで続きバブル崩壊後の最安値770.62を記録することになる。すなわち、アンケート調査時点では、株式市場でも景気回復を織り込んでいたわけではなく、むしろ長引く不良債権処理問題などを抱え将来に対しては悲観的な見方が優勢であったことが窺われる。

IV-2. 経営・財務指標

実際のデータは、景気に関する設問に回答している企業を対象とする。既述のように、『企

図4 TOPIXと取引額（2000—2004）



業の中長期行動』では、証券取引所上場企業のうち、金融保険業（銀行、証券、保険）を除く国内企業579社から有効回答を得たが、本稿ではそのうち景気に関する設問の少なくとも1つに答え、アンケート調査の直前の4決算年度に、新設、合併等々による決算上の異動がなかった532社を分析対象とする。さらに、より安定した過去10年間遡っても決算上の大幅な異動のなかった442社ベースでの分析も試みる。以下、便宜上、前者を全サンプル、後者を部分サンプルと呼ぶ。

本節では、こうした企業の特性を探るために、企業の経営・財務指標の動向を概観する。奥野・山田（1978）や古川（1980）などの伝統的な経営分析手法や最近では Ganguin and Bilardello（2005）にみられる格付け機関の分析手法においてなど、代表的な経営分析論によれば企業の財務指標は、成長性、収益性、安全性、その他、の4種類に分類されることが多い。本稿においても、一般に使われている財務指標を、成長性、

収益性、安全性の3種類に分類して考察する。

IV-2-1. 成長性、収益性、安全性

まず売上高や利益を表す諸指標によって、回答企業の成長性と収益性の動向を概観する。対象となる回答企業の売上高や利益の伸び率は、表5の通りである。これらの値は、アンケート調査実施時の直近の3年間（1999年度～2001年度）の各年度の年間伸び率の平均値をとったものである。

表5 過去3年度（1999～2001）の伸び率の平均

	売上高	営業利益	経常利益	税引前利益	税引後利益
全産業	0.6%	7.6%	-28.4%	-167.8%	-231.1%
製造業	-0.3%	14.1%	-28.0%	-133.0%	-182.1%
非製造業	1.7%	-1.0%	-29.0%	-214.5%	-296.9%

全産業ベースでみると、売上高が微増にとどまる中、営業利益では増加となっているものの、経常利益は3割近く減少し、税引前・税引後利益は大きくマイナスになっている。製造業は売

上高が微減する中で、営業利益は14.1%の増加であるのに対し、非製造業は売上高が1.7%の増加ながら、営業利益は1.0%の減少である。両者とも経常利益が3割近い減少という点は共通しているが、税引前・税引後利益では、非製造業の減少幅が大きい。

次に、回答企業の収益性を確認するために、表6にある前年度（2001年度）の各種利益率の状況を概観する。売上高営業利益率は、全産業ベースで3.9%、製造業が2.9%、非製造業が5.3%である。この傾向は売上高事業利益率（事業利益＝営業利益＋受取利息・配当）や売上高経常利益率でもほぼ同様であり、売上高税引後当期利益率では、非製造業は0.7%のプラスを維持しているものの、製造業が1.9%のマイナスであり、全産業ベースでも0.8%のマイナスである。

なお、対フロー額の売上高利益率に対して、対ストック額の総資産利益率を見ても、その動向はほぼ同様である。売上高と総資産が共に企業規模を反映して高い相関を示すからである。

表6 各種利益率（2001年度）

	売上高 営業利益率	売上高 事業利益率	売上高 経常利益率	売上高税引後 当期利益率
全産業	3.9%	4.5%	3.7%	-0.8%
製造業	2.9%	3.7%	3.0%	-1.9%
非製造業	5.3%	5.7%	4.6%	0.7%

	総資産 営業利益率	総資産 事業利益率	総資産 経常利益率	総資産税引後 当期利益率
全産業	3.1%	3.5%	3.0%	-0.1%
製造業	2.4%	2.9%	2.5%	-0.7%
非製造業	3.9%	4.2%	3.8%	0.7%

IV-2-2. 安全性

次に、アンケート時点での企業の安全性の観点から、負債の状況についても確認しておく（表7）。負債の資本に対する比率は、全産業ベースでは371.6%であり、製造業の320.1%に対して非製造業では440.7%と、より重くなっている。このため、支払利息の有利子負債に対する

比率は製造業の方が高いものの、支払利息の対売上高比は非製造業1.2%に対し製造業は0.8%と、やや軽くなっている。

表7 財務比率等（2001年度）

	負債／資本	支払利息 ／売上高	支払利息 ／有利子負債	売上高／負債
全産業	371.6%	1.0%	4.0%	1.89
製造業	320.1%	0.8%	4.1%	1.81
非製造業	440.7%	1.2%	3.8%	2.00

IV-2-3. 企業規模：資本金と従業員数

企業の特性をみるには、経営・財務指標に加えて、企業規模自体も重要な情報となる。ここでは、規模の指標として2001年度末での資本金と従業員数をとりあげる。これらの指標は平均値よりも分布形に関する情報が重要であるから、ここでも度数を4等分した四分位に関してみていく。

全産業ベースでみると、資本金は1.861億円から6,764億円の範囲にあり、平均が200.9億円であるが、第1四分位が25.19億円、第2四分位のメディアン（中央値）が64.20億円、第3四分位が156.2億円と、平均値が相対的に少ない大規模企業によって引き上げられた歪んだ分布を示しているといえる。

この傾向は、基本的には従業員数（単独ベース）によっても同様に示され、最小値の28人（ただし、以下で説明するように機械的に0人扱いされる企業がある）から最大値の59,041人の範囲にあり、平均が1,959人であるが、第1四分位が361人、メディアンが811人、第3四分位が1,661人と、少数の大規模企業によって裾の重い歪んだ分布になっている。ただし、従業員数を連結ベースのみで公表し単独の数値を公表していない企業もあり、その場合には単独ベースでの従業員数は機械的に0人と扱われてしまうために、平均値等を引き下げてしまう可能性がある。もっとも、回答した532社の中で実際に該当するのは1社のみであり、その影響は小さい。ちなみに、この企業は連結ベースの従業員

数は14,000人にも上ることから、ここでの従業員数は単純に企業活動から外挿される数よりは

少ない数となっている傾向がある。

V. 景気判断と経営・財務状況

本節では、『企業の中長期行動』のアンケート回答企業を個票として利用した計量分析を行う。景気に関する設問は4問あったが、このうち本稿の目標でもある景気判断や景況感がどの様に形成されるかを検証するのに適切なのは、経済活動の絶対水準と変化方向ないし変化率を問題とした問37と時間軸を問題とした問39である。

V-1. 絶対水準と変化率

まず、問37の回答結果をもとに、景気判断を経済活動の水準を頼りに行うか、それとも変化方向ないし変化率を頼りに行うかが、企業の経営・財務状況などの特性にシステムティックに関連しているか否かをみる。

① 分散分析（全サンプル=524社）

まず、回答企業524社を回答選択肢の「1. 絶対水準, 2. 変化または変化率, 3. どちらとも言えない」のどれを答えたかによって3つのグループに分類し、そもそもグループ間で各種経営・財務指標などに有意な差があるか否かを分散分析によって検定する。

採り上げた経営・財務指標等は、売上高、営業利益、経常利益、税引前及び税引後当期利益、設備投資（以上すべて2001年度における対前年度伸び率）、資本金、従業員数、負債／資本（以上2001年度）、支払利息／売上高、支払利息／負債、営業利益／売上高（売上高営業利益率）、事業利益／売上高、経常利益／売上高、税引後当期利益／売上高、設備投資／売上高、営業利益／総資産、事業利益／総資産、経常利益／総資産、税引後当期利益／総資産、有価証券増加額／総資産、設備投資／総資産、売上高／負債（以上の比率でフロー指標は2001年度、ストック

指標は2000年度末）の23指標である。分散分析の検定結果は、これらはほとんど有意ではなく、わずかに営業利益の伸び率（p値=0.098）、資本金（p値=0.073）、および設備投資／総資産（p値=0.099）がかろうじて10%水準で有意になっただけである。

伸び率関係の指標を過去1年間のそれだけでなく、対3年度前、対5年度前、対10年度前の伸びの年率換算値でも試みたが、総じてこの面で大きな相違はみられなかった。全産業を製造業と非製造業に分けた場合には、非製造業の3年間の売上高利益率（営業利益、経常利益、事業利益）が1%水準で有意となり、これら利益率の伸び率水準によって回答に差がでた。すなわち、過去3年で利益率が高まった企業は回答1の「絶対水準」重視、利益率がほとんど変わらない企業は回答2の「変化または変化率」重視、そして利益率が低下した企業は回答3の「どちらとも言えない」を選択した傾向が見られた。

こうした傾向からは、利益率が低迷している段階ではともかくその増益を目指し、利益率が十分高くなるとその絶対水準を意識し出す、とのストーリーが構築できる。しかし、この関係はあくまでも非製造業だけにみられ、しかも対3年度前との利益率の比較でのみ有意な関係であり、対前年度、対5年度前、対10年度前では有意な関係は見出せず必ずしも頑強なものではない。

② 分散分析（部分サンプル=439社）

同様の分散分析を、過去10年間にわたって決算上の大幅な異動のなかった442社ベース（問37については439社）でも行ってみた。回答した524社すべてが対象のサンプルが全サンプル、このサンプルが部分サンプルである。

さて結果は、524社の全サンプルの場合に10%水準で有意であった営業利益の伸び率と設備投資／総資産は、もはや有意ではなくなった。しかし、資本金は引き続き有意であり、有意性はやや高まっている（p値=0.057）。さらに、従業員数も5%水準で有意（p値=0.048）である。ただし、従業員数は全サンプルの場合のp値は0.234であり、必ずしもきわどいところで有意でなかったというわけではない。

表8より、具体的な関連を確かめると、資本金や従業員数が多く企業の規模が大きいほど、景気関連指標はその絶対水準でなく「変化または変化率」で判断していることを示している。

表8 グループ毎の資本金と従業員数

回答	企業数	資本金		従業員数	
		平均	標準偏差	平均	標準偏差
1	76	174.8	61.3	1,802	444
2	158	305.1	42.5	2,664	308
3	205	178.7	37.3	1,684	270

注) 資本金の単位は百万円、従業員数の単位は1人。

V-1-1. ロジット・モデルによる分析

設問37に対する3つの回答グループを質的データとしたロジット・モデルを考え、グループ間の差違をもたらす要因を明示的な説明変数として関連付けてみた。しかしながら、分散分析の結果が示唆するように、回答1＝絶対水準、回答2＝変化または変化率、回答3＝どちらとも言えない、に対してそれぞれ1, 2, 3の値を対応させた被説明変数に有意に働く説明変数としての経営・財務指標はほとんど見出せなかった。

全サンプルと部分サンプルに関しての数多くの推計において、総じて全産業の推計結果よりも、製造業や機械産業（一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械の合計）の推計結果の方が有意性が高い傾向があり、特に部分サンプルを対象に産業別の推計を試みた。さらに、曖昧な回答である「3. どちらとも言えない」を除いて、実質的には回答1と回答2の二者択一プロ

ビット・モデルに帰着させた推計も試みた。詳細は省略するが、その結果、いくつかの注目すべき関係が見いだせたが、なかでも、機械産業は全体として有意な推計結果が多くみられた。

たとえば、定数項に加えて売上高伸び率（対10年度前）、経常利益率（対3年度前）、および自己資本比率（3年平均）をそれぞれ単独で説明変数とした場合には、それぞれのp値は順に0.039, 0.035, 0.022と5%水準でプラスで有意となった。すなわち、成長率の高い企業、または、利益率の高い企業、自己資本比率の高い企業では、変化または変化率をより重要視しているという含意が得られた。

産業別の推計結果の方が、産業全体の推計結果より当てはまりがよい理由としては、そもそも産業によってかなりバラツキがあることが考えられる。

V-2. 景気の時間軸

次に、問39の回答結果をもとに、どれくらい先までの景気に最も関心があるかが、やはり企業の経営・財務状況にシステマティックに関連しているか否かをみる。

① 分散分析（全サンプル＝526社）

前項での問37に対する分散分析同様、この問いに対する回答企業526社を、回答選択肢の6つの時間軸のどれを答えたかによって6つのグループに分類し、グループ間で各種経営・財務指標などに有意な差違があるか否かを検定した。採り上げた経営・財務指標等は、問37に対する分散分析と同じ23指標である。

全サンプル526社に対する分散分析の検定結果は、ほぼ半数の11指標が5%水準以上で有意になるというもので、問37の場合と対照的である。具体的に1%水準で有意なのが、営業利益／売上高（p値=0.000）、事業利益／売上高（p値=0.000）、経常利益／売上高（p値=0.002）、営業利益／総資産（p値=0.000）、事業利益／総資産（p値=0.000）、経常利益／総資産（p値=0.001）、税引後当期利益／総資産（p値=0.010）、有価証券増加額／総資産（p値=0.001）

の8指標、5%水準で有意なのが設備投資/売上高 (p値=0.031)、負債/資本 (p値=0.033)、税引後当期利益/売上高 (p値=0.037) の3指標である。

利益関係の比率については対売上高であろうと対総資産であろうと、利益率が高くなると時間軸が長期化し先行きへの関心が高まる傾向にある。これは次の438社に対する分散分析の結果に付した表9から明らかになるが、ここでの526社の場合でもほぼ同様である。

② 分散分析 (部分サンプル=438社)

上と同様の分散分析を、過去10年間にわたって決算上の大幅な異動のなかった部分サンプルの442社ベース (問39については438社) に絞った場合も行った。結果は526社の全サンプルの場合と大勢では変わらないが、それでも次の変化が指摘できる。

まず、新しく5%水準で有意になったのが支払利息/売上高 (p値=0.023) であり、逆に526社の場合と比べて有意性を下げたのが税引後当期利益/総資産 (p値=0.094) であり、1%水準で有意だったものが10%水準まで有意性を下げた。また、有価証券増加額/総資産 (p値=0.644) が1%水準で、また税引後当期利益/売上高 (p値=0.110) が5%水準でともに有意であったものが、いずれも10%水準でも有意でなくなった。しかし、結果的には10指標が有意であり、どれだけ先までの景気指標に関心があるかは、経営・財務指標と大いに関連があ

ることが読み取れる。

表9より、具体的な関連を確かめると、対売上高にしる対総資産にしる利益率が高まるとより長く先の景気に関心対象となり、負債自己資本比率に関しては、それが高まるとより近い先の景気にしか関心がなくなる傾向がある。利払いや負債の返済は、企業の安全性の観点からは最優先事項となり、時間軸が短期化するであろう。時間軸の意識としては、現実には直面している困難への打開策としての意味合いも考えられる。すなわち、利益率が低くなったり負債自己資本比率が高まると、長期の経営計画を立てる余裕がなくなり、目先の運転資金の調達に腐心するなどにより、止むを得ず時間軸が短くなる可能性である。

もちろん、厳密には、ここでは因果性の問題はオープン・クエスチョンである。通常の消費者選択理論や企業の利潤最大化行動では、効用関数や生産関数などを規定するパラメータはタイプ・パラメータとして、経済学的要因以外の要因で決まっているものとして扱う。すなわち、通常の因果性の想定は、企業の経営・財務状況が企業の持つ時間軸の長短に影響を及ぼすわけではなく、むしろ所与の時間軸の長短が企業のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性を云々するのである。しかしながら、現実には必ずしも理論が想定する通りではない。本稿で提示したのは、その意味では通常とは逆向きの因果性といえよう。

表9 回答別財務指標の平均と標準偏差

回答	企業数	営業利益/売上高		営業利益/総資産		負債自己資本比率		支払利息/売上高	
		平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
1	6	3.24	2.90	3.01	1.60	3.21	8.27	0.72	0.59
2	17	2.05	1.72	1.69	0.95	20.36	4.91	0.93	0.35
3	135	2.10	0.61	1.85	0.34	2.36	1.74	0.90	0.13
4	146	3.07	0.59	2.49	0.32	4.57	1.68	0.99	0.12
5	121	4.80	0.65	3.01	0.36	3.70	1.84	1.13	0.13
6	13	11.88	1.97	6.50	1.09	1.78	5.62	2.38	0.40

注) 負債自己資本比率は倍数、残りの営業利益/売上高、営業利益/総資産、支払利息/売上高はパーセント。

V-2-1. 回帰分析の結果

本項では、上の分散分析の結果を踏まえて、回帰分析を行う。その際、問39ではどのくらい先までの景気に対してもっとも関心があるかを具体的な期間を設定して尋ねているが、これに対する回答を次のように数値化する。すなわち、原則として各期間のレンジで一様分布していると想定した平均値として、1四半期以内を0.125、1四半期から半年を0.375、半年から1年を0.75、1年から2年を1.5、2年から5年を3.5、とする。5年以上については、便宜的に下限の5を割り振る。こうして数値化した上で、各企業のスコアが経営・財務指標と有意に関係するかを回帰分析によって検証した。

532社の全サンプルベースで、いくつかの単回帰式と重回帰式を推定してみた。単回帰分析の結果は、分散分析の結果を確認するものであり、経常利益/売上高、経常利益/総資産、設備投資/売上高比率はすべて1%水準でプラスで有意となった。表10には、経常利益/売上高と設備投資/売上高を説明変数とした重回帰分析の結果をまとめてある。経常利益/売上高は1%水準、設備投資/売上高は5%水準で有意であり、符号はともにプラスである。

推計された回帰係数からは、経常利益/売上高が10%ポイント高い企業は低い企業と比べて時間軸は0.23年（2.7ヶ月）長くなり、設備投資/売上高が10%ポイント高い企業は低い企業と比べて時間軸は0.06年（0.8ヶ月）長くなる。

表10 時間軸の重回帰式

	係数	標準偏差	P-値
定数項	1.686	0.070	0.000
経常利益対売上高	2.281	0.865	0.009
設備投資対売上高	0.644	0.278	0.021
決定係数 R ²	0.032		

V-2-2. 業種による時間軸

最後に、業種による時間軸の違いを見てみよう。526社の全サンプルに対して回答別の構成比を求めた表11からは、いくつかの特徴がみられる。

まず第1に、製造業と非製造業を比べると、回答の構成比に関しては全体としては大きな違いは見られないが、回答1「1四半期以内」と回答3「半年から1年」には多少の相違がみられる。すなわち、製造業では超短期の回答1がほとんど見られないのに対し、非製造業ではそれに対して3.1%の企業から回答が寄せられている。より詳しく見ると、非製造業の中でも運輸・倉庫と卸売・小売に属する企業に、超短期の時間軸の回答が際立っている。回答3に関しては、製造業が34.3%なのに対し非製造業では26.1%と8.2%ポイントの違いがある。

第2に、個々の業種で平均のパターンと際立った違いが見られる業種とその特徴としては、極端にサンプル数の少ない業種を除くと、以下のものがあげられる。すなわち、繊維製品やパルプ・紙では相対的に回答4「1年から2年」が少なく、輸送用機器や精密機器では回答3「半年から1年」が少なく、その分回答4「1年から2年」が多くなっている。電力・ガスでも回答3が少なく回答5「2年から5年」が高くなっている。

第3に、超長期の回答6「5年以上」と答えた企業が目立つ業種としては、電力・ガスと運輸・倉庫の9.1%、機械の8.3%、不動産・サービスの6.7%、化学・医薬品の6.5%が上げられる。

表11 業種による時間軸の回答構成比

回答数／構成比	合計	回答 1	回答 2	回答 3	回答 4	回答 5	回答 6
全産業	526	1.5	3.8	30.8	34.2	26.2	3.4
製造業	300	0.3	4.0	34.3	33.3	24.7	3.3
食料品	34	0.0	2.9	38.2	29.4	29.4	0.0
繊維製品	20	0.0	0.0	60.0	5.0	35.0	0.0
パルプ・紙	5	0.0	0.0	60.0	0.0	40.0	0.0
化学・医薬品	46	0.0	4.3	30.4	37.0	21.7	6.5
石油・石炭製品・窯業	16	0.0	6.3	31.3	43.8	18.8	0.0
鉄鋼・非鉄・金属製品	38	0.0	10.5	21.1	31.6	34.2	2.6
機械	48	0.0	2.1	35.4	41.7	12.5	8.3
電気機器	42	0.0	2.4	40.5	33.3	21.4	2.4
輸送用機器	25	4.0	0.0	16.0	44.0	36.0	0.0
精密機器	6	0.0	16.7	16.7	66.7	0.0	0.0
その他製品	20	0.0	5.0	45.0	20.0	25.0	5.0
非製造業	226	3.1	3.5	26.1	35.4	28.3	3.5
水産・農林・鉱業	7	0.0	0.0	28.6	14.3	57.1	0.0
建設業	53	1.9	0.0	26.4	37.7	34.0	0.0
電力・ガス	11	0.0	0.0	18.2	27.3	45.5	9.1
運輸・倉庫	33	6.1	3.0	27.3	18.2	36.4	9.1
卸売・小売	76	3.9	5.3	26.3	43.4	19.7	1.3
通信	1	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0
不動産・サービス	45	2.2	6.7	26.7	35.6	22.2	6.7

VI. 終わりに

本稿では、日本政策投資銀行設備投資研究所と一橋大学経済研究所が2002年12月に共同で企画・実施した『企業の中長期行動について』のアンケート調査のうちの、企業の景気判断関連の設問に対する回答を利用して、それが企業の経営状況や財務状況と関連があるかを検証した。

その結果、どの企業が景気指標の変化ないし変化率を重視し、どの企業が景気指標の絶対水準を重視するかについては、分水嶺となる経営

・財務指標は発見できず、むしろ資本金や従業員数が多く企業の規模が大きいほど、景気関連指標はその絶対水準でなく「変化または変化率」で判断していることが示唆された。また、どれくらい先までの景気にもっとも関心があるかといった時間軸の長さについては、一般に対売上高にしろ対総資産にしろ利益率が高い企業ほど、より遠い先の景気に関心が高まることがわかった。負債自己資本比率に関しては、それが高い

企業はより近い先の景気にしか関心がなくなる傾向がある。回帰分析の結果からは、売上高に占める設備投資比率が高い企業ほど、有意に時間軸が長い傾向がある。

このように、本稿では企業によって景況感の形成に違いが生じる原因を探る試みをしたが、個々の企業によって多様な面は確認されたが、その原因について計量分析的に頑健な結果が得

られたわけではない。相違があるからには何らかのシステムティックな原因もあると考えるのが自然であろうから、本稿で試みた経営・財務指標や業種別特質に加えてコーポレート・ガバナンス（企業統治）や経営者の特質、雇用形態の特質、属する地域経済の特質、等々との関連を解明するのが当面の課題といえよう。

参 考 文 献

浅子和美・原田信行（2004）「景況感とアンケート調査—変化方向と水準は異曲同工か？」、『経済研究』第55巻第2号，171—184頁。
飯塚信夫・浅子和美（2003）「日本の景気循環—1990年代に何が起きたか」，浅子和美・福田慎一（編）『景気循環と景気予測』（東京大学出版会），13—42頁。
奥野忠一・山田文道（1978）『情報化時代の経営分析』東京大学出版会。

古川栄一（1980）『経営分析 3訂版』同文館出版。
松本和幸（2003）『企業の中長期行動について』日本政策投資銀行設備投資研究所 研究調査02—1。
Ganguin, Blaise and John Bilardello (2005), *Standard & Poor's Fundamentals of Corporate Credit Analysis*, McGraw-Hill.