

集計財務データの特質について

（１）データ及び集計方法の概要

本書では、基本的には日本政策投資銀行設備投資研究所編集の「産業別財務データハンドブック」の集計システム（直近 11 年間の時系列）を活用することによりデータの集計を行った。しかしながら、40 年間にわたる長期間のデータを分析の用に供するためには前提条件が異なるため工夫を要した。

- ・ 長期時系列の分析のためには、集計データの基礎である収録企業が同一企業でなければならないが、一方、収録すべき上場企業数は、40 年前と現在では格段の隔たりがあるため、40 年間の連続集計ではボリュームの小さい 1960 年度の上場企業数によって規定されてしまい産業構造の変遷等の把握が困難になる。
- ・ そこで、40 年間を 1960～1970 年度、1970～1980 年度、1980～1990 年度、1990～2000 年度と 4 つの decade に区分した上で、各 decade に同ハンドブックのシステムを活用した。これにより、収録企業は各 decade で連続して上場していた企業となり、産業構造の変遷、新規上場・上場廃止などの栄枯盛衰が反映した形となる。
- ・ 1970 年度、1980 年度、1990 年度については、前後の decade に重複して含まれるようにした。このことによって、データ母集団が各年代で変動することが、境界となる年度のデータにどれだけ影響を与えたかを把握でき、隣接する年代間における集計データの連続性の程度を示すことができると考えた。

また、同ハンドブックでは、損益指標、財務構成指標、財務比率といった指数が中心であるが、本書では併わせて損益計算書、貸借対照表、資金運用表など各産業 1 社あたり平均の実額を全期間にわたり収録した点も特徴である。

（２）データの出所と取り扱い

原データの出所

日本政策投資銀行の企業財務データバンクの原データを抽出、加工したもので、その原データは、東京、大阪、名古屋 3 証券取引所 1 部、2 部上場企業（金融、保険を除く）の有価証券報告書から収録した。

決算期の集計基準

会計年度（4 月 1 日から翌年 3 月 31 日まで）を単位として、その間に迎えた当該企業の決算期データを、当該年度のデータとして集計した。なお、決算期変更による変則決算についてはデータを年換算した。変則決算のため、同一年度に 2 つの決算がある場合には、決算期間の長いもののデータを採用した。

集計対象企業の選定

経営指標の計算式の関係から前期決算を用いて計算する項目があり、11 年分の収録には

12 年分の決算データを必要とするため、各 decade の開始年度の前期から決算データが取得できる企業を集計対象とした。有価証券報告書が市販となったのは 1961 年 3 月期（主として 6 ヶ月決算）からであり、上記の計算式から前期データを入手するため、証券取引所他から有価証券報告書コピー等を入手するなどして対応した。

また、11 年間に事業内容に大きな変化があり、いずれかの業種に 11 年間継続して分類することが困難な企業は対象から除外した。なお、（株）日本エアシステムは店頭上場企業であるが、業界における当社の重要性を勘案し、データが集計できる decade について例外的に収録することとした。

業種分類と業種の選定

業種分類は、日本標準産業分類に概ね準拠しながら、産業の実態、業種の規模等を考慮して設定した。本書では同ハンドブックの、大分類、中分類に準拠したが、小分類中の高炉、コンピュータ・電機および自動車は重要業種と考え特別に掲載した。各企業の業種の選定については、中心となる事業内容を重視し、同業他社、継続性等も考慮して行った。

なお、歴史ある企業の場合、decade によっては同一企業でも業種が異なることがあり、本書付表（財務データ会社名業態異動表）によってその歴史的変遷がわかる。

データの作成および調整

イ．データの計算

各業種分類における指数、実額は、当該業種分類に含まれる対象企業の原データを加算した上で、算式に基づいて計算したものである。従って、この計算結果は各社データの加重平均値となっている。

ロ．会社商号

原則として、同ハンドブックの編集システムに準拠して各 decade の最終年度翌年の 10 月 1 日現在での会社商号を用いた。したがって、decade によっては同一企業でも商号が異なることがあり、その変遷は上述の付表（財務データ会社名業態異動表）によって把握できる。

ハ．会社合併の取り扱い

上場企業同士が合併した場合、少なくとも合併時期が含まれる decade においては両者の合併前データを合算している。1980～1990 年度、1990～2000 年度のいずれかにおいて合併があった場合、過去の decade においては合算処理をしていない。ただし、1960～1970 年度、1970～1980 年度に関しては、過去のシステムの関係から原データ自体が、合併のあった decade より前の decade においても遡及合算処理されたものになっている。

一方、業態などから見て単純な合算は適当でないと判断した場合、合算処理はしていない。また、2001 年 4 月（2001 年度）以降に上場企業同士の合併があった場合、存続企業は 2001 年 10 月 1 日時点の新商号により、被合併企業は旧商号により、それぞれのデータを収録した。合併処理および非合併処理の各案件については、本書付表（財務データ合併処理履歴）を参照されたい。

二．勘定科目の移動、調整

新会計基準導入により、連結決算（1990～2000 年度）において持ち分法による投資損益、連結調整勘定、同償却、少数株主持ち分、為替換算調整勘定の計上方法が変更となったが、長期時系列分析に資するため新会計基準適用前の年度についても適用後の計上方法を前提として、各項目、指標の算出を行った。

また、個別決算、連結決算ともに新株式払込金がある場合には、当座資産および資本勘定の両方から控除した。

ホ．個別決算と連結決算の対応関係（1990～2000 年度）

特定の業種に含まれる企業数が個別決算と連結決算とで異なる場合において、連結決算データで掲載している個別決算に関するデータは、連結決算データを収録している企業のみを集計値であり、個別決算データに掲載している同項目の数値と異なっている。また、上場企業同士の合併のケースにおいて、個別決算で合算処理をしても連結決算では合算処理をしていない場合についても同様の計算方式になっている。

財務指標について

（１）本書で取り上げる財務指標

本書で取り上げる財務指標は、実数分析に使うものと比率分析に使うものに大きく分けられる。

実数分析では、個々の企業の財務諸表から収録した各 11 年間の実数（各社合計値、1 社あたり平均値）の時系列変化を取り上げる。「損益の推移」では、損益計算書の主要項目を、「資金運用の推移」では、固定資産、固定負債、資本を中心にした貸借対照表科目の期中増減を、「資産・負債の推移」では、貸借対照表の主要科目を取り上げる。これらの財務データは、産業別 1 社あたり平均値の形で、各年代別に「実数表」として整理されている。

比率分析では、実数値をその関連性に着目して比率化し、さらに他の要素を加えた要因分解を行い、それらの比率の時系列変化を取り上げる。ここで用いる各種の財務比率は、同じく各年代別に「指数表」として整理されている。

比率分析は、「収益性」と「安全性」という二大分析目的に分けて展開される。

「収益性」の項目では、主要な収益性指標である「ROE」と「ROA」を、さらに異なる観点からの収益性指標として「付加価値」を取り上げる。「ROE」の項では、自己資本に対する利益（本書では税引後当期損益）の比率、Return on Equity（ROE）を、「ROA」の項では、使用総資本（資産合計＋割引手形・譲渡手形）に対する利益（本書では営業利益＋受取利息配当金）の比率、Return on total Assets（ROA）を、それぞれの要因分解を含めて取り上げる。「付加価値分析」では、付加価値として計算された額について、要因分解

による分析を行う。

「安全性」の項目では、「支払能力 (solvency)」の観点と「流動性・安定性」の観点に区別して指標を取り上げる。「支払能力 (solvency)」の項では、利払能力 (interest coverage)、キャッシュフロー比率、負債比率を、「流動性・安定性」の項では、流動比率、固定比率を扱う。

(2) 収益性指標とその要因分解について

企業の経済活動のある一定期間における成果を端的に表す指標は、資産ないし資本が当該期間内に生み出した利益の、資産ないし資本に対する比率であろう。この比率を資本の利益率と呼んでおり、その代表が、自己資本利益率 (ROE) と使用総資本利益率 (ROA) である。

前者は、株主が提供した資本 (出資金のみならず内部に留保してきた剰余金を含めて) に対して、最終的に株主に帰属する利益 (配当として直接受け取るか留保利益とするかにかかわらず) の比率であり、企業は株主のために収益的活動をするという前提に立てば、究極的な指標といえる。分子には税引後利益をとるのが自然で、本書でも自己資本税引後利益率^{*}を ROE としている (以下、指数表に登場する指標には^{*}を付す)。

一方、企業は資産、バランスシートで言えば借方合計をフルに使って利益を生み出している。企業の総資産は営業利益を生み出す営業資産と受取利息配当金を果実とする投資金融資産に大きく分けられるが、その両方の利益を総資産 (総資本) に対比した指標が後者である。本書では、営業の事業と投融資の事業を区分できる段階までの利益 (営業利益 + 受取利息配当金) を事業利益とよび、それを分子とした使用総資本事業利益率^{*}を ROA としている。そうすることによって、この指標は、要因分解のかなめの位置を占める重要な指標となって来る。

そこで、ROE を、ROA を軸として要因分解すると、次のようになる。

$$\begin{aligned}\frac{\text{税引後利益}}{\text{自己資本}}(\text{ROE}) &= \left(\frac{\text{事業利益}}{\text{使用総資本}}(\text{ROA}) - \frac{\text{支払利息割引料}}{\text{使用総資本}} \pm \frac{\text{営業外・特別損益}}{\text{使用総資本}} \right) \\ &\quad \times \frac{\text{使用総資本}}{\text{自己資本}} \times \frac{\text{税引後利益}}{\text{税引前利益}} \\ &= \left(\frac{\text{事業利益}}{\text{使用総資本}} - \frac{\text{支払利息割引料}}{\text{有利子負債}} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{有利子負債} + \text{自己資本}} \times \frac{\text{有利子負債} + \text{自己資本}}{\text{使用総資本}} \right. \\ &\quad \left. \pm \frac{\text{営業外・特別損益}}{\text{使用総資本}} \right) \times \left(\frac{\text{負債}}{\text{自己資本}} + 1 \right) \times \frac{\text{税引後利益}}{\text{税引前利益}}\end{aligned}$$

この分解式によれば、ROE は、事業そのものの利益率 (ROA)、利子率、有利子負債利用割合、事業以外の損益、負債調達によるレバレッジ効果 (負債比率)、税率に分解される。

要因分解された比率のうち、 $\frac{\text{支払利息割引料}}{\text{有利子負債}}$ 、 $\frac{\text{有利子負債}}{\text{有利子負債} + \text{自己資本}}$ 、 $\frac{\text{負債}}{\text{自己資本}}$ は、それぞれ利子対有利子負債比率*、総キャピタリゼーション比率*、負債比率*として指数表に表示され、その他の比率についても同表の百分比損益計算書*、百分比貸借対照表*からおおよそつかめる。

ROA が利子率より十分に高ければ、負債比率（負債 ÷ 自己資本）が大きいほど ROE は ROA を大きく上回るようになる。これは負債によるレバレッジ（てこ）効果とよばれる。

ただし、ROA に不確実性があるとすると、その変動についてもレバレッジ（てこ）効果が働くことに留意しなければならない。ROA の変動が負債レバレッジにより増幅される部分のことを一般にフィナンシャルリスクという。したがって、ROE の変動は、事業利益の変動（ビジネスリスク）に負債利用のリスク（フィナンシャルリスク）が加わったものとなる。

なお、負債比率は、負債によるレバレッジの大きさを示す指標であるとともに、いずれ返済の必要がある負債（他人資本）と返済の必要がない自己資本との割合であることから、他人資本に対する返済能力の程度、後述する安全性の指標としても重要である。レバレッジ効果の面からは負債比率は高めの方が好ましいが、安全性の面からは負債比率は低ければ低いほどよいということになる。

一方、ROA を、分母の総資産を営業資産と投資金融資産に分ける形で要因分解すると、次のようになる。営業資産にあたるものは、伝統的に経営資本とよばれている。

$$\begin{aligned} \frac{\text{事業利益}}{\text{使用総資本}} (\text{ROA}) &= \frac{\text{営業利益}}{\text{使用総資本}} + \frac{\text{受取利息配当金}}{\text{使用総資本}} \\ &= \frac{\text{営業利益}}{\text{経営資本}} \times \frac{\text{経営資本}}{\text{使用総資本}} + \frac{\text{受取利息配当金}}{\text{投融資}} \times \frac{\text{投融資}}{\text{使用総資本}} \\ &= \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{経営資本}} \times \frac{\text{経営資本}}{\text{使用総資本}} + \frac{\text{受取利息配当金}}{\text{投融資}} \times \frac{\text{投融資}}{\text{使用総資本}} \end{aligned}$$

この分解式に出てくる $\frac{\text{営業利益}}{\text{経営資本}}$ は経営資本営業利益率*、 $\frac{\text{受取利息配当金}}{\text{投融資}}$ は投融資利回

り*とよばれ、ROA はこの両者の合成である¹。

経営資本営業利益率は、さらに、 $\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$ （売上高営業利益率*）と $\frac{\text{売上高}}{\text{経営資本}}$ （経営資本回転率*）に分解される。企業の営業活動は、財務面からみれば資金と資産の循環活動にほかならず、その流れが一点に集中するのが売上高である。その売上高を分母分子に挿入す

¹ 本書の定義では、流動資産中の現預金・有価証券は、経営資本にも投融資にも算入されている。その分はダブルカウントになっており、厳密にはこの式のとおりにはならない。

ることにより、ROA は売上高利益率（売上マージン）と資産の回転率の積として理解することができる。

さらに加えて、売上高利益率は売上総利益率^{*}、販売費・一般管理費率^{*}等に細分され、一方、資産の回転率は売上債権回転期間²、棚卸資産回転期間^{*}、固定資産回転率^{*}等に分解される。

（３）付加価値指標等について

付加価値を財務諸表から算出する方式には、いろいろな考え方がある。本書では、付加価値＝営業利益＋人件費＋賃借料＋（製造原価および販売費・一般管理費中の）租税公課＋特許使用料＋減価償却費として計算し、分析している。

従業員１人あたりの付加価値、 $\frac{\text{付加価値}}{\text{従業員数}}$ を付加価値生産性^{*}（または労働生産性）とい

う。付加価値生産性は、有形固定資産額を要素に加えることにより、

$\frac{\text{付加価値}}{\text{従業員数}} = \frac{\text{有形固定資産（建設仮勘定を除く）}}{\text{従業員数}} \times \frac{\text{付加価値}}{\text{有形固定資産（建設仮勘定を除く）}}$ のように

労働装備率^{*}と資本生産性^{*}の積として分解される。

一方、付加価値を売上高で割ったものが付加価値率^{*}である。

従業員に関する指標としては、他に、従業員１人当り売上高^{*}、従業員１人当り人件費^{*}がある。また、有形固定資産に関する指標としては、有形固定資産償却年率^{*}、有形固定資産償却累計率^{*}がある。有形固定資産償却年率は、土地等を除く償却対象有形固定資産をその減価償却費で割ったもので、有形固定資産の平均耐用年数の逆数に近いものである。有形固定資産償却累計率は、有形固定資産の償却累計額をその取得原価で割ったもので、有形固定資産の耐用年数経過率を示すものである。

（４）安全性指標について

支払能力（ソルベンシー）を表す指標には、フローの利子支払能力をみるものと、ストックの債務返済能力をみるものがある。前者の代表が利払能力^{*}（インタレスト・カバレッジ）であり、 $\frac{\text{事業利益}}{\text{支払利息}}$ で計算される。後者には、年間キャッシュフローと元本債務ストックを対比させた指標と、貸借対照表の残高を照らし合わせた静態的な指標がある。その代表は、キャッシュフロー比率と負債比率であり、それぞれ $\frac{\text{内部留保}}{\text{有利子負債}}$ 、 $\frac{\text{負債}}{\text{自己資本}}$ で計算される。なお、キャッシュフロー比率の分母には短期借入金を含めない場合もあり、それと区別するため、本書では総キャッシュフロー比率^{*}とよんでいる。

² 資産額を月売上高等で割ったもので回転率の逆数。回転率に代わる指標として用いられる。

資金の流動性を表す指標の代表は流動比率^{*}で、 $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$ で計算される。一方、固定資

金調達の安定性を表す指標の代表は固定比率^{*}で、 $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$ で計算される。

(5) 利益処分指標について

利益処分については、社内留保^{*} (税引後当期損益 - 配当金 - 役員賞与) の対売上高比率と、配当性向^{*} (配当金 ÷ 税引後当期損益) を取り上げている。

(本論は次頁以下)

第1部 1960年代

・経済概観

1960年代はわが国経済の高度成長最盛期にあたる。わが国は1958年6月から1961年12月までの「岩戸景気」、62年11月から64年10月までの「オリンピック景気」、65年11月から70年7月までの「いざなぎ景気」を経験した。65年の「40年不況」時には、大手特殊鋼企業の倒産や、証券会社への日銀特別融資発動があり、構造不況論まで論ぜられたが、戦後初の本格的赤字国債発行等政策面での下支えが奏功し、短期間で経済は上昇軌道に復帰を見た。この間、池田内閣の「国民所得倍增計画」(1961年度～1970年度)が推進され、技術革新を伴う設備投資主導の強成長が達成された。

60年代前半は国際収支の天井が成長の制約となっていたが、後半には輸出も伸張り始め国際収支も安定度を増し、設備投資とともに成長の主動力となって行った。また、後半にはいわゆる3C(自家用車、クラー、カラーテレビ)等高額耐久消費財やレジャーの需要が増大するなど、消費の高度化・多様化が進んだ。

経済・産業界の課題としては、輸入・資本の自由化に対応した競争力向上、業界再編(企業合併)の必要性、人手不足による賃金上昇圧力の恒常化、公害等成長のひずみの発生などがあった。

60年代の好況期は以下の通りである。

1958年6月～1961年12月「岩戸景気」

1962年11月～1964年10月「オリンピック景気」

1965年11月～1970年7月「いざなぎ景気」

・全産業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

全産業の売上高は(個別決算566社ベース)は、表2-1の通りである。10年間のGNPデフレータの平均年率6%を控除しても10%と高い伸び率で、まさに高度成長時代を反映した数字である。

表2-1 60年代の損益

区分	60年度	70年度	比
売上高	12兆円	54兆円	5.4倍
営業利益	1兆円	3兆円	3.4倍
受取利息・配当金	0.1兆円	0.9兆円	6.6倍
支払利息	0.4兆円	1.9兆円	4.7倍
税引後利益	0.3兆円	1.1兆円	3.5倍

これを70年度1社あたり平均の額で見ると、売上高950億円、営業利益59億円(対売上高比6%)、税引後利益19億円(同上)

2%)となる。

売上高は、「岩戸景気」後の谷を経験した 62 年度と「40 年不況」にあたる 65 年度、それぞれ一桁増の 8% (62 年度 GNP デフレーター考慮後実質 5.6%、65 年度同左 3.5%) と伸びが鈍ったが、景気上昇期になると急回復力を見せ上記 2 年度以外の年度は全て二桁増収と極めて好調な時代であった。

営業利益は、売上高成長に牽引され伸び率が大きく、62 年度微増 (3% 増)、65 年度横這いを経験したものの、全産業でみる限り営業減益になったことはなかった。ただ、規模やシェアを競う高度成長期であるため、諸コスト上昇・増加圧力が強く利益率は低下気味に推移した。

一方、設備投資を長期借入金等の有利子負債に依存していたため、支払利息が 10 年間増大し続けた。そのため、税引後利益は増収率が鈍った 62 年度からうじて増益、65 年度には金利負担から減益となることもあったが、増収基調に支えられ税引後利益も 60 年度に対して 70 年度は 3.5 倍と顕著に成長した (ちなみに、「国民所得倍增計画」実施期間、売上高は 3.7 倍、税引後利益は 2.8 倍と“倍増”を凌駕する成長スピードであった)。

60 年代の損益状況から言えることは、売上高、利益とも、落ち込み、低迷から素早く成長軌道に復帰できていたということである。下村治氏は、65 年の「構造不況論」を強気の成長理論で論駁したが、財務データからも強成長の姿が見てとれる。

一方、規模やシェアというロットを競ったわが国各産業の特徴から大幅増収が、利益面、特に利益率向上へダイレクトに繋がっていったとは言い難い。また、全産業の財務データで読む限り 40 年不況の深刻さは伝わってこないが、「マクロ好況・ミクロ不況」、「証券不況」とか言われる所以がここにも表れているようだ。

(2) 資金運用の推移

この 10 年間の全産業の資金運用規模 (全社 566 社ベース) を、資金使途と資金源泉に分けてみる。まず固定資金の需要合計額 (資金使途合計額) であるが、60 年度 1 兆 5,769 億円であったものが、62 年度、63 年度、65 年度といった景気後退期には縮小を経験したものの、他年度は有形固定資産を中心に増加を続け、70 年度には 5 兆 510 億円 (3.3 倍) に膨れ上がっている。

一方固定資金の源泉となる項目の合計額 (資金源泉合計額) であるが、1 兆 8,078 億円であったものが、内部留保、長期借入金を中心に増加傾向を続け、70 年度には 6 兆 6,409 億円 (3.7 倍) となった。差し引き、正味運転資本 (長期収支尻) は、一度も資金不足期を経験せずして、60 年度 2,309 億円から 70 年度 1 兆 5,899 億円 (6.9 倍) となった。

その結果、現預金・有価証券は取り崩すことはなく、10 年連続増加 (年率 18%) しているのは、高収益と上場企業ゆえの信用力 (資金調達力) からの余裕といえる反面、恒常的資金受給逼迫懸念を背景とした行動とも考えることができる。又、上場企業の場合歩積み・

両建ての拘束性預金とは言い切れないが、株式持ち合いを行っている企業集団の中核である金融機関への協力預金も含まれていよう。

資金運用状況を構造面に注目していくと次の特徴が把握される。固定資金の需要（資金使途）のうち、設備投資主導を映して、有形固定資産のウエイトは 60 年度～70 年度総累計ベースでは、81%と高い（10 年間の増加は 3.2 倍）。ちなみに、投資その他の資産は 16%（同上 3.8 倍）である。

それに対して、固定資金の源泉（資金源泉）の中味について 11 年累計ベースのウエイトを算出すると、内部資金（減価償却費含む）は 53%（同上 4.8 倍）、資本金・資本準備金は 10%（同上 1.3 倍）、長期借入金は 28%（同上 5.5 倍）、社債 7%（同上 5.5 倍）といった構成比になっている。

とりわけ注目すべきは、広義のキャッシュフローである内部資金（減価償却含む）と有形固定資産をそれぞれ累計ベース比較すると、後者は前者に対して 1.2 倍の規模を示す。つまり設備投資がキャッシュフローを超えて実施されていたわけであり、この不足分を長期借入金といった外部資金が主として賄っていたことが見てとれる。

以上の構造分析を踏まえて、資金運用の内訳を 1 社あたりの動きで見てみる。

1 社あたり平均の固定資金需要の規模は、60 年度の 28 億円が 70 年度に 89 億円と 3.2 倍になる間、景気調整期には、61 年度の 36 億円が 62 年度 34 億円、63 年度 33 億円へ、「40 年不況期」には、64 年度 36 億円が 65 年度 33 億円へ減少することはあったが、他の時期はほぼ二桁の伸びであった。その動きは有形固定資産、すなわち設備投資の増減を主因としている（1 社あたり有形固定資産は 60 年度 23 億円が 70 年度 3.2 倍の 72 億円となった）。なお、投資その他の資産は、60 年度 4 億円から 70 年度には 16 億円と 3.8 倍に伸張しているが、背景には、資本自由化時代到来を反映した「業界再編」や株式持ち合いによる「安定株主対策」の動きがあるようだ。

一方、1 社あたり平均の固定資金源泉の規模は、60 年度 32 億円が 70 年度 117 億円と 3.7 倍になった。上記構造分析の通り、設備投資資金を内部資金と長期借入金で賄った構造であり、前者は 60 年度 12 億円から 70 年度 59 億円へと 4.8 倍に、後者は 60 年度 8 億円から 70 年度 41 億円へ 5.5 倍になった。

60 年代前半期、「岩戸景気」による株価上昇（株式投信ブーム）を背景に、上場企業は資金調達手段の一環として積極的増資も行っており、景気後退期に入った 62 年度以降、株価ピークアウト後も増資を続けたことから、1 社あたりの資金源泉の中で、資本金・資本準備金が 60 年度 7 億円、61 年度 11 億円、62 年度 9 億円、63 年度 5 億円、64 年度 5 億円と、以降の期に比すと相対的に大きな金額を示していた。

（３）資産・負債の推移

全産業の総資産合計（個別決算 566 社ベース）は、60 年度 12 兆円から 70 年度 50 兆円

へ10年間で4.2倍（年率15％）となった。このうち、流動資産は6兆円から28兆円へ5.1倍、固定資産は6兆円から21兆円3.5倍となった。資産合計に対する構成比は、60年度では流動資産47％、固定資産52％であり、70年度では流動資産57％、固定資産43％であった。そのうち主なものは表2-2の通りである。

表2-2 資産合計に対する構成比

区分	60年度	70年度	差
現預金・有価証券	9%	11%	+2%
売上債権	20%	28%	+8%
棚卸資産	15%	14%	-1%
有形固定資産	44%	32%	-12%
投資その他の資産	8%	11%	+3%

一方、全産業の負債合計は、60年度8兆円から70年度40兆円へ10年間で4.9倍（年率17％）となり、全産業の資本合計は、60年度3兆円から10兆円へ2.8倍（年率10％）となった。

負債・資本の構成比は、60年度では負債71％、資本29％であったが、70年度では負債81％、資本19％となった。そのうち主なものは表2-3の通りである。

表2-3 負債・資本合計に対する構成比

区分	60年度	70年度	差
買入債務	16%	22%	+6%
短期借入金	14%	12%	-2%
社債	7%	6%	-1%
長期借入金	19%	24%	+5%
資本金・資本準備金	21%	11%	-10%
利益準備金・剰余金	8%	8%	0%

このうち、固定資産の推移をみると、63年度～66年度は、短期間で終息した「オリンピック景気」を挟んで設備投資が低迷したため、有形固定資産簿価は一桁の伸びであったが、他の期は、高水準の設備投資により有形固定資産も二桁の伸びを示した。なお、投資その他の資産は、構成比としては以後の時代に比すとまだ低いものの、競争力強化を目的とした「業界再編」や買収予防あるいは株価維持を目的とした株式持ち合いによる「安定株主対策」を背景に、10年間で5.7倍（年率19％）の伸びを示した。

流動資産の推移では、この年代は損益が大幅増益基調にあったこと、増大する設備投資資金や短期運転資金も上場企業の優位性から調達がついていること等から、一度も資金不足、つまり手元流動性取崩しは生じておらず現預金・有価証券は年率18％で連続増加した（既述の資金運用推移参照）。棚卸資産は、10年間で3.8倍の伸びであったが、売上高の伸び4.6倍を大きく下回っているのは、棚卸資産の管理が、高度成長期にもかかわらず巧く行われたこと、自由化されていく輸入品がバッファの機能を果たしていることから在庫が膨らまなくなったことを示している。ところが、売上債権は、資金効率より成長重視の時代であることや、企業間信用が半ば制度化した慣習として用いられたことから6.2倍（年率20％）と売上高の伸びを大きく上回って増大した。

一方、負債の推移をみると、固定負債については、長期借入金は、60年度から70年度まで10年間で5.2倍（年率18％）、社債は3.7倍（年率14％）と長期借入金の伸びが目立つ。流動負債については、買入債務は、企業間信用受信業種の動きを反映して10年間で5.9倍

(年率 19%)と売上高の伸び 4.6 倍を大きく上回って増大した。そのため、短期借入金は 3.6 倍(年率 13%)ではあったが、70 年度末残高面で買入債務 194 億円(1 社あたり)に対して 109 億円の規模に止まっている。

資本の推移では、株高時の 60 年度、61 年度はもちろんのこと、株価がピークアウトした 62 年度以降も、企業が無理な増資を続けたため、資本金は 64 年度まで連続二桁増加を続け 60 年度から 64 年度までの 4 年間で 2.1 倍(年率 21%)も膨らんだ。逆に 65 年の「証券不況」から立直った後の、「いざなぎ景気」にあたる 66 年度から 70 年度の 4 年間では、資本金は他の科目が伸張する中で、1.3 倍(年率 6%)の伸びに止まった。ちなみに資本金・資本準備金合計でみても、64 年度まで 1.7 倍(年率 14%)であったものが、70 年度の 4 年間では 1.3 倍(年率 6%)と同じく伸び率が縮小する。

なお、利益準備金・剰余金は、収益好調を反映して 10 年間で 4.0 倍(年率 15%)の伸びを示した。しかしながら既述の通り 60 年代前半の市場原理に反する無理な額面増資により、株式数すなわち配当負担が増大し(64 年度配当性向 72%)、社外流出が大きく、64 年度までの 1 社あたりの税引後利益を累計すると 31 億円になるが、利益準備金・剰余金は 4 年間で 11 億円しか増加していない。反対に、66 年度以降は 4 年間累計した 1 社あたりの税引後利益は 65 億円となるが、配当負担は低下し(70 年度配当性向 48%)、利益準備金・剰余金は 4 年間で 36 億円も増加している。

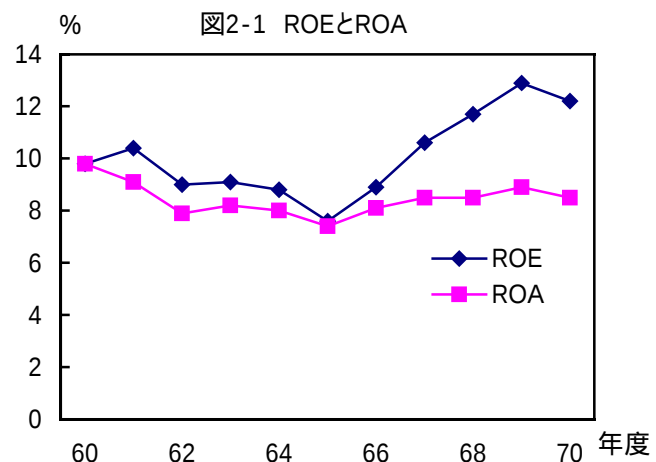
(4) 従業員数の推移

全産業の従業員数(個別決算 566 社ベース)は、60 年度末 2,284 千人から 70 年度末 2,998 千人へと年率 3%の増員となった。40 年不況後の 66 年度減少を経験するが、その後は伸びを続けた。(石炭業を含む鉱業や鉱業から業種転換したセメント業は、60 年代 10 年間で極端に従業員数が減少したため、これらの業種を控除して同上人数と伸びを算出すると、60 年度末 2,217 千人から 2,953 千人と 1.3 倍の伸びであった)。なお、従業員数の増員率は、売上高や利益の伸びに比して低い数字であるがこの点に関しては付加価値分析で論ずることとする。

2. 収益性

(1) ROE

ROE(自己資本税引後利益率)は、1970 年代に比すと総じて相対的に高い水準にあった。「岩戸景気」最後の 61 年度までの積極的増資にもかかわらず収益好調により、60 年度 9.8%から 10.4%



と上昇、その後 40 年不況の 65 年度 7.6%へ低下を続け、「いざなぎ景気」で 66 年度に 8.9%と反転してからは 69 年度 12.9%、70 年度 12.2%と二桁台を回復した。(図 2-1)

この要因として、ROA (使用総資本事業利益率)の動きをみると、ROA は 40 年不況時の 65 年度に向かって 60 年度 9.8%からほぼ一直線に 65 年度 7.4%まで低下、「いざなぎ景気」に入り 66 年度 8.1%と回復した後は、69 年度 8.9%、70 年度 8.5%へと反転している。

次に、負債および利子の動きであるが、長期借入金の構成比が 60 年度 19%から 70 年度 24%へウエイトを増したが、利子対有利子負債比率は、輸出伸張から国際収支の天井が無くなったこと、規制対象外である生保、信託、農林系機関融資や輸出金融が伸びたこと、インバクトローン等外資導入も進んだことなどから金融引締め効果も相殺し、65 年度まで 8.1~8.4%で安定した推移を見た後、70 年度まで 7.5~7.9%と前半より低水準になった。

一方、60 年代には、負債比率は 60 年度 241%から一直線に 419%へ上昇(有利子負債構成比も 41%から 45%へ上昇)したが、上記の通り利子対有利子負債比率が低下したため、負債のレバレッジが奏功し、ROE を上昇させたといえる。

(2) ROA

ROA (使用総資本事業利益率)は、61 年度の 9.1%から、「岩戸景気」後の 62 年度 7.9%となったが、「オリンピック景気」に向けて 63 年度 8.2%、64 年度 8.0%と持ち直し、65 年度「40 年不況」で再び 7.4%へ低下(10 年間のボトム)。66 年度以降は 8.1~8.9%へ回復している。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、恒常的なコスト上昇・増加圧力があり、60 年度 8.2%、61 年度 7.6%の水準であったが、65 年度の不況時に向かって低下(65 年度 6.2%)。その後は 67 年度の 6.7%がピークであり、7%に回復することはなかった。ただ、オイルショックで価格体系が様変わりする 1970 年代に比すと高い水準にあった。

一方、経営資本回転率の推移をみると、1.2~1.3 回と高度成長期の割には伸びていない。

他方、投融資利回りは、金融引き締め時の 62 年度、69 年度、70 年度と 8%台に達していたが、それ以外の年度は 7%台で推移した。この間、現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める割合は、60 年度の 17%から 70 年度 22%へ増加している。ROA の引き上げには投融資利回りよりも現預金・有価証券および投資その他の資産が寄与した。

(3) 売上高利益率と資産回転率

60 年代においては、売上利益率は、景気変動、物価動向等マクロ経済に左右され変動を繰り返した。産業構造的にもいまだ鉄鋼、化学等素材産業のウエイトが高い時代であり、

マクロの動きを反映し易い。水準としては、全産業の売上高総利益率は 60 年代平均 15.4%、70 年代平均 13.1%、全産業の営業利益率は 60 年代平均 6.9%、70 年代平均 4.7% であり以降の年代に比すと高水準であった。以後の時代と異なるのは為替レートも 1 ドル 360 円と安定し為替リスクが無く、エネルギー価格も低位安定していた経済であったことは一つのポイントである。

次に、個々の資産に区分してその回転率（指標としては回転期間＝回転率の逆数）をみると、棚卸資産は過去の学習効果もあり業況に振り回されない管理手法が浸透してきたこと、輸入自由化で輸入資材がバッファの役目となり始めたことから、60 年度の 1.6 月が徐々に短縮化し、60 年代後半では 1.3 月台に低位安定となった。

売上債権と買入債務の回転期間については 60 年代の資金調達構造を反映して、既述した企業間信用の拡大から、売上債権は 60 年度 2.7 月が 70 年度 3.7 月、買入債務は 60 年度 1.7 月が 2.2 月へ顕著に長期化した。

一方、有形固定資産の回転率は、62 年度の景気後退期、65 年度の不況期を除き上昇を続けた。60 年度 2.9 回が 10 年間で 4.2 回へ上昇した。国際競争力向上等を目的として、技術革新を導入した設備投資が行われたため設備の効率性は改善した（全産業には売上高構成比と増収率の大きい卸売業が含まれるのでその点は斟酌しなければならない。製造業は 60 年度 3.4 回から 70 年度 3.6 回へ改善）。ただ、以降の年代に比すと低い回転数であった。

60 年代は、技術革新を伴う設備投資を行ったとはいうものの、産業界は効率性よりもロットを追い求める時代であった上、技術水準も後代の水準には至っていないため、資産効率では見劣りがする。

（４）付加価値分析

全産業の付加価値（個別決算 566 社ベース）は、60 年度 2.7 兆円から 70 年度 10.2 兆円へ 3.8 倍（年率 14%）の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率 3% の増加であったから、付加価値生産性は不況期も含めて年率 11% の上昇であった。そのうち、61～65 年度では年率 8% 上昇、66～70 年度では年率 14% 上昇となった。

付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 9% で一直線の上昇曲線を示した上に、資本生産性も、景気後退期、不況期に低下はあったが、他の時期は上昇を続け 10 年間で年率 2% 上昇となった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は 40～42% 前後の推移（10 年間の構成比 1.1% 増）であった。

その他では、減価償却費として内部留保された額の増加（10 年間の構成比 2.4% 増）、利息として支払われた額の増加（10 年間の構成比 2.9% 増）が目立ち、その他（利益等残余）の額は上記 3 つに浸食されて総じて低下気味に推移した（10 年間の構成比 3.7% 減）。借入金に賄われた設備投資を主軸とした高度成長時代であったため減価償却費と支払い利息の構成比の伸びが大きい。

人件費については、従業員 1 人あたり人件費指標（60 年度 48 万円から 70 年度 144 万円へ年率 12% 増）が顕著に増加を示しているが、付加価値自体が収益急成長で急増しているため労働分配率としての構成比伸びは上記の通り小さく算出される。

以上の分析から、60 年代の付加価値は顕著に増加したが、その主因は積極的設備投資による労働装備率の継続的上昇と人員投入にあり、加えて技術革新を伴った設備投資で資本生産性も向上し、相乗して付加価値増加をもたらし、その分配も貢献度合いに応じた動きとなったわけである。総力上げての急成長時代であった。

3. 安全性

(1) 支払能力（ソルベンシー）

利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、間接金融時代到来が濃厚となるに従い支払い利息が増加したため（10 年間で年率 16% 増加）、事業利益の成長（10 年間で年率 14%）にもかかわらず、60 年度の 2.7 倍から 70 年度の 2.2 倍へ低下した。特に 62 年度の景気後退時や 65 年度の不況時にかけ事業利益の伸びが一桁台に減速した時期には、金利負担を持ちこたえられずに顕著に低下している（65 年度 1.9 倍がボトム）。

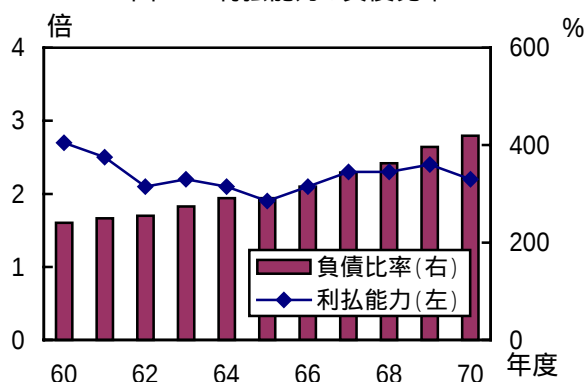
総キャッシュフロー比率も、60 年度に 10.9%、61 年度に 9.9% から 65 年度 8.4% に向かって低下した後、徐々に回復し、69～70 年度には 10～11% の水準に回復した。有利子負債の膨張にもかかわらず 10% を回復できたことは表面上産業の収益力の底力といえるが、預金の規制金利を基盤とした低金利政策等官民上げての協調体制があったことは忘れてはならない。

一方、負債比率は 70 年度に向かって一度も低下することなく上昇した。特に、60 年代後半には間接金融シフトから 65 年度 307% が 70 年度には 419% と 5 年間で 112% も上昇している（図 2-2）。この要因を大きくとらえれば、「岩戸景気」後も増資ブームはしばらく続いたが 65 年度の「証券不況」を契機に、ますます

間接金融へ傾斜し長期借入金を中心に有利子負債が増大した上、企業間信用の拡大から買入債務も顕著に増加したことである。

そして繰り返し述べるように、メインバンク制、金融機関も含めた株式持ち合い、護送船団方式による金融機関保護、政策的金利抑制など日本の金融インフラが確固たるものとなり安全弁の役割を演じてくれたため、60 年代における負債比率の上昇は、実質的な支払能力（ソルベンシー）の大きな問題に繋がるケースはほとんどなかった。

図2-2 利払能力と負債比率



一方、負債によるレバレッジの観点からは、結果的に利子対有利子負債比率の低位安定と負債比率上昇が相乗して数字上はプラスの効果をもたらしたが、当時の財務戦略としては、敢えて ROE が意識され負債によるレバレッジが意図的に用いられていたわけではない。

（２）流動性・安定性

流動比率は、最終年度の 70 年度に向かって「40 年不況」時（65 年度）も低下することなく徐々に底上げしていった。（60 年度 105%、65 年度 107%、70 年度 110%）。要因としては、まず、商社はじめ企業間信用の与信余力が大きかったこと（背景にはメインバンクの支援あり）、つまり買入債務より売上債権の方が大きかったこと、次に棚卸資産は売上増に慎重に対応しながら積み増されたこと、金融逼迫期にもかかわらず借入資金の一部がメインバンク等への協力預金として積増され現預金・有価証券が増加したことが上げられる。

固定比率は、設備投資のスピードに自己資本の充実が追いついていかなかったため、60 年度 178%から 70 年度 222%まで 60 年代を通じて一貫して上昇した。特に、66 年度以降借入依存度がより高くなったため上昇率が高い。

以上、流動性・安定性についても官民協調の金融インフラが盤石であることから、大きな問題はなかった。

４．利益処分

60 年代前半、40 年不況前の 64 年度まで、市場実勢と資本コストを無視した増資（額面増資で直に株式数増大）が続けられ、税引後利益の 4 年間の伸びを上回り資本金が膨らみ配当負担が高んだ結果、配当性向は 56%から 72%へと急上昇した。反面、66 年度以降は、マイルドなペースで増資が行われ配当負担は軽減されたため、配当性向は 67%から 48%へ低下、社内留保充実に繋がった。

60 年代における利益処分は、株式持ち合い、メインバンク制等協調体制確立の過程で、安定株主へ相応の安定配当を行う慣行が根付いていったといえる。（以下次頁）

・製造業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

製造業の売上高（個別決算 417 社ベース）は、60 年度 6.3 兆円から 70 年度 27 兆円へ 10 年間で 4.3 倍となった。一方、製造業の営業利益は 60 年度 0.7 兆円から 70 年度 2.3 兆円へ 10 年間で 3.3 倍、受取利息・配当金は 0.1 兆円から 0.5 兆円へ 6.2 倍、支払利息は 0.2 兆円から 1.2 兆円へ 4.9 倍となった。これらの結果、全産業の税引後利益は 60 年度 0.2 兆円から 70 年度 0.8 兆円へ 10 年間で 3.4 倍となった。

全産業に占める製造業の割合は、売上高では 60 年度 54%、70 年度 50%であり、営業利益では 60 年度 74%、70 年度 71%、税引後利益では、60 年度 78%、70 年度 75%であった。製造業の売上高利益率の水準はつねに全産業平均を上回っているが、これを 70 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 647 億円、営業利益 56 億円（対売上高比 9%）、税引後利益 20 億円（同 3%）となる。

製造業合計に対する主要業種の構成比を本財務データの中でみると、売上高では輸送用機械器具の伸びが高く、70 年代では鉄鋼を抜いた。一方、鉄鋼は不況抵抗力が当時は充分ではなく、売上高の低迷を経験し構成比を縮小した（特殊鋼では大型倒産が出る）。税引後利益では、重電、家電等成長著しく電気機械器具が大きくなっている。税引後利益の伸び率では輸送用機械器具、電気機械器具、化学工業が高い伸びを示した（表 2-4）。

60 年代の製造業の損益を通し
てみると、売上高は 62 年度景気
後退期、65 年度不況期に伸びが一
桁に止まった以外二桁の伸びを示
した。営業費用は販売費・一般管
理費を中心に固定費の増加テンポ
が売上高の増加テンポを上回り、

表 2-4 製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	60 年度	70 年度	60 年度	70 年度
輸送用機械器具	14%	17%	15%	18%
電気機械器具	14%	16%	17%	20%
鉄鋼	16%	15%	17%	12%
化学工業	11%	11%	10%	13%
繊維	12%	9%	11%	7%

営業利益の伸びは抑えられ、支払利息が借入金増加により年代を通して増加し、税引後利益の伸びも売上高ほどではなかった。ただし、高度成長期であるため営業利益、税引後利益とも 10 年間で 3 倍強の伸びは示した。

(2) 資金運用の推移

製造業 1 社あたり平均の固定資金需要は、景気後退期、不況期を除き膨れ上がっていった。特に成長の原動力である設備投資を意味する有形固定資産は年 20～66 億円の資金需要であった。また、投資その他の資産は前半は 4～6 億円の規模であったが、資本自由化に備えた再編、買収防止、メインバンクとの関係強化等から株式持ち合いも積極化したため、後半は 4～14 億円へ大きく増大している。

これに対して、製造業 1 社あたり平均の固定資金源泉は、「証券不況」の前年 64 年度までは内部資金年 13～21 億円、資本金・資本準備金年 6～11 億円、長期借入金年 7～12 億円が主な源泉で、額面増資による資本金・資本準備金の増加が長期借入金に遜色しない規模であったが、同不況後は、内部資金年 27～58 億円、資本金・資本準備金年 1～8 億円、長期借入金年 3～33 億円と高収益に伴う内部留保充実とともに、長期借入金のウエイトが増大していった。正味運転資本（運転資本増減）は 10 年間資金不足になったことはなかった。加えて、貸借対照表からわかる短期資金需給面では、業容拡大に伴う売上債権、棚卸資産といった膨張する資金需要を企業間金融（買入債務増加）、メインバンク等からの短期借入金などで賄った後は、現預金・有価証券が積み増されており取り崩しは経験していない。

これらの 60 年代における資金運用の特徴は各産業に共通してみられるが、鉄鋼や輸送用機械器具（造船含む）では、66 年度以降の長期借入金による調達へのシフトが顕著であった。

（３）資産、負債の推移

製造業の資産合計（個別決算 417 社ベース）は、60 年度 7 兆円から 70 年度 31 兆円へ 10 年間で 4.4 倍となった。同じく、負債合計は 60 年度 5 兆円から 70 年度 24 兆円へ 5.1 倍、資本合計は 2 兆円から 7 兆円へ 3.1 倍となった。

資産合計に対する構成比は、60 年度では流動資産 54%、固定資産 46%であり、70 年度では流動資産 59%、固定資産 41%であった。そのうち主なものは表 2-5 のとおりで、企業間信用拡大による売上債権の増加、加えて現預金・有価証券の増加、在庫管理ノウハウ向上等による棚卸資産の縮小、売上債権拡大等による相対的な有形固定資産の縮小が顕著に表れている。

表 2-5 資産合計に対する構成比

区分	60 年度	70 年度	差
現預金・有価証券	10%	13%	+ 3%
売上債権	21%	26%	+ 5%
棚卸資産	20%	17%	- 3%
有形固定資産	36%	30%	- 6%
投資その他の資産	9%	11%	+ 2%

一方、負債・資本の構成比は、60 年度では負債 68%、資本 32%であり、70 年度では負債 78%、資本 22%であった。そのうち主なものは表 2-6 のとおりで、負債の買入債務（企業間信用）拡大、長期借入金の一方的増加が目立っている。

各産業の資産・負債の構成比推移をみると、現預金・有価証券及び売上債権の拡大、棚卸資産の縮小、有形固定資産の縮小、買入債務の拡大、長期借入金の増大は共通してみられる。鉄鋼、輸送用機械（造船含む）では長期借入金の増加は相対的に顕著である。

（４）従業員数の推移

製造業の従業員数（個別決算 417 社ベース）は、「40 年不況」後の 66 年度一時微減を経験した以外は 10 年間増加を続け、60 年度末 1,649 千人から 70 年度 2,339 千人へ 1.4 倍、年率 3% の伸びを示した。成長産業の輸送用機械器具、電気機械器具は、それぞれ 1.8 倍、2.0 倍と伸びが大きい。装置産業の化学工業は売上高、有形固定資産の 4 倍超の伸びに対して従業員数の伸びは 1.2 倍に止まった（表 2-7）。

表 2-6 負債・資本合計に対する構成比

区分	60 年度	70 年度	差
買入債務	16%	19%	+ 3%
短期借入金	14%	13%	- 1%
社債	5%	5%	0%
長期借入金	16%	23%	+ 7%
資本金・資本準備金	20%	12%	- 8%
利益準備金・剰余金	12%	11%	- 1%

表 2-7 主要産業の従業員数（千人）

業種	60 年度	70 年度	差
輸送用機械器具	221	408	+ 187
電気機械器具	245	496	+ 251
鉄鋼	213	303	+ 90
化学	191	234	+ 43
繊維	285	281	- 4

２．収益性

（１）ROE

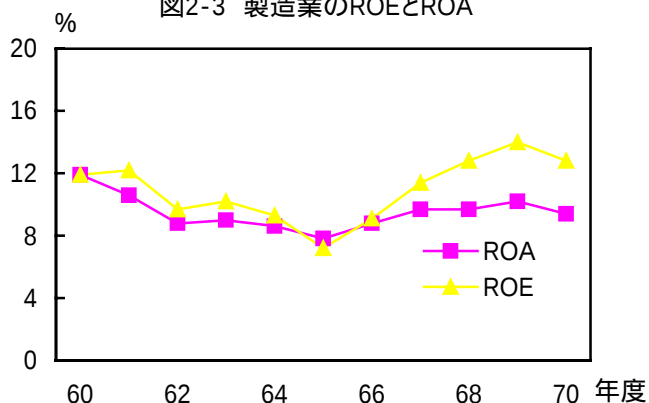
製造業の ROE（自己資本税引後利益率）は、「岩戸景気」の 60 年度 11.9%、61 年度 12.2%、景気後退期の 62 年度 9.7%、「40 年不況」期 65 年度 7.2% と低下（ROA が逆転）を見せたが、その後 69 年度 14.0%、70 年度 12.8% と年代当初を上回って回復した。（図 2-3）。

65 年度について解説すると、ROA は 7.8% に対して、利子対有利子負債比率は 8% 台で若干低下したものの、有利子負債構成比が 45% と目立って高くなったので負債のレバレッジのマイナス効果が大きかった。

ROE に影響を及ぼす ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、ROA は、61～64 年度までは比較的平行に動いた。65 年度

ROA の逆転は 66 年度で解消され、67 年度以降は、ROE が 9.1～14.0% と急上昇したが、ROA は相対的になだらかな上昇であった。

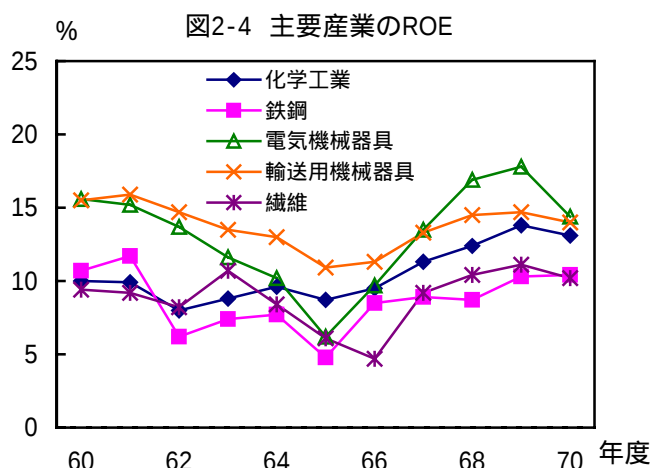
図2-3 製造業のROEとROA



次に、負債および利子の動きであるが、利子対有利子負債比率は金融緩和により 60 年度から 65 年度までは、8.3～8.8%であったが、66 年度以降は 7.7～8.1%と 60 年代前半より低い水準であった。長期借入金を中心とした有利子負債と買入債務増加で負債比率は 60 年度 212%、65 年度 266%、70 年度 353%と一直線に上昇、特に年代後半の方が前半より上昇率が高かった。この 60 年代後半の利子対有利子負債比率低下と負債比率上昇の両方の要因により ROE が押し上げられた。

主要産業の ROE の推移をみると(図 2-4)、各業種の ROE は分散している。

電気機械器具は負債比率は最高で 262%と相対的に低いが、有利子負債残高構成比が、他の業種より低水準(無利子である買入債務構成比が他より高い 20%近辺)であったため、66 年度以降の収益改善(ROA 上昇)と相まって急上昇。他の業種も ROA の



高低さは小さかったが、負債構成の違いが ROE に格差をもたらした。

加工組立産業の電気機械器具は、家電等需要一巡から収益低下を経験することもあった。輸送用機械器具は造船のブレを自動車に補完し高水準を維持した。

一方素材産業をみると、鉄鋼は市況に左右される上過大な設備投資負担等から 65 年度 ROE は顕著に低下した。この年度に特殊鋼業界で大型倒産が起きている。化学は石油化学成長期かつ原油低価格時代であることから比較的良好な動き、繊維は合繊が下支えするも 65 年度、66 年度と市況悪化、鉄鋼と並んで不況抵抗力が脆弱であった。

(2) ROA

製造業の ROA (使用総資本事業利益率) は、図 2-3 で見た通り 65 年度不況時の下ブレはあったが、ROE に比すと比較的安定していた。

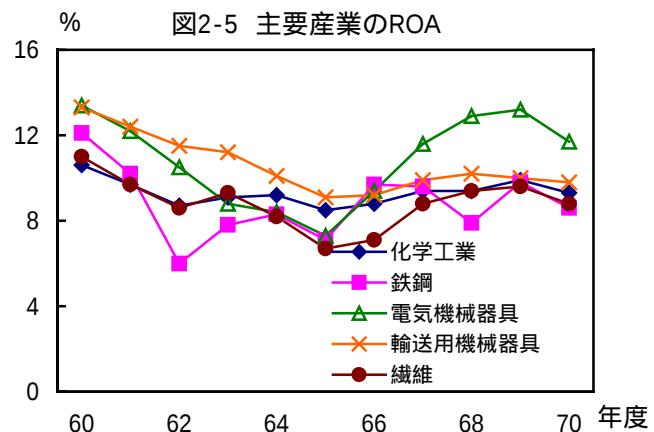
この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、60 年度、61 年度と 10%台であったが、「岩戸景気」後の景気後退期 9%台に低下、「40 年不況」の 65 年度には 8.0%まで低下した。その後、8.7～9.4%前後の水準でゆっくり回復、二桁台に復帰することはなかった。

次に、経営資本回転率の推移をみると、60 年度、61 年度と 1 回転台であったが、「岩戸景気」後の景気後退期 1 回転を割り、「40 年不況」の 65 年度には 0.8 回転台まで低下した。その後、「いざなぎ景気」となり 67 年度以降ようやく 1 回転台を回復した。

他方、投融資利回りは、62 年度の 8.1%台以外は 7%台で、金融政策等で多少のブレは経

験したが、安定配当やメインバンクへの協力低利の預金を背景に比較的安定的に推移した。そのため ROA の主たる変動要因とはならなかった。

主要産業の ROA の推移をみると（次頁図 2-5 参照）、電気機械器具は、65 年度家電等需要一巡から ROA の顕著な低下を経験したが、66 年度からは経済・社会のエレクトロニクス化進展から需要が拡大し V 字型に反発、輸送用機械器具は造船のブレを自動車で補完し高水準を維持した。鉄鋼は市況に左右される上過大な設備投資負担等からノコギリ型の起伏の大きい軌跡を示した。化学は石油化学成長期であることから比較的良好な動き、繊維は合繊が下支えするも 65 年度、66 年度と市況悪化により低下した。（図 2-5）



（３）売上高利益率と資産回転率

60 年代において、製造業の売上総利益率には上昇傾向が認められる一方、営業利益率は 5～6％前後の水準で変動した。言い換えると、費用のうち販売費・一般管理費の構成比が長期的に上昇する傾向にあった。

次に、個々の資産の回転率をみると、60 年代には棚卸資産回転期間（回転率の逆数）が大幅に短縮化（回転率が上昇）した。また、有形固定資産の回転率も景気後退期を除いて上昇傾向にあった（60 年度 3.4 回、65 年度 2.9 回、70 年度 3.6 回）。

（４）付加価値分析

製造業の付加価値（個別決算 417 社ベース）は、60 年度 1.8 兆円から 70 年度 6.9 兆円へ 3.8 倍（年率 14％）の増加となった。一方、従業員数は、この間、1.4 倍（年率 4％）増加したので、付加価値生産性は年率 10％の伸びであった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 10％の極めて着実な上昇傾向を示したが、資本生産性は急速な設備投資が続き景気上昇期伸びを示したものの、70 年度は 60 年度に比して横這いに終わった。業種別には、素材産業である繊維、化学、鉄鋼は、総じて 100％を割っている反面、加工組立産業である電気機械器具と輸送用機械器具は 65 年度の不況期、低下を見たが、70 年度電気機械器具 184％、輸送用機械器具 117％と高い数字を示した。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は、人手不足による人件費上昇を反映して 60 年度 41％から波を打ちながらもじ

りじりと 70 年度 44%まで上昇した。その他では、減価償却費として内部留保された額の増加（10 年間の構成比 4.0%増）利息として支払われた額の増加（10 年間の構成比 3.3%増）が目立ち、その他（利益等残余）の額は 60 年度 19%が 65 年度 7%まで落ち込み、その後 70 年度 12%へと上昇した。従業員 1 人あたり人件費は、60 年度 4.5 万円から 70 年度 130 万円へ年率 11%増となった。

以上まとめると、製造業の付加価値は 60 年代に比較的順調な増加を示したが、その要因は旺盛な設備投資による労働装備率の継続的上昇にあったといえる。資本生産性は業種によっては伸びを示したが、全製造業では新技術導入を図ったとはいってもその量的拡大に重点が置かれていたせいか向上しなかった。一方、その分配は従業員に対して相対的に手厚かったといえよう。

3．安全性

（1）支払能力（ソルベンシー）

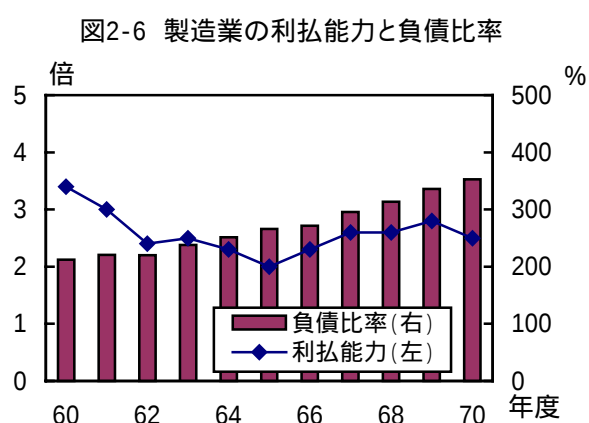
製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、「岩戸景気」時代の 60 年度、61 年度の積極的増資時代は 3.4 倍、3.0 倍であったが、その後間接金融にシフトする時代を迎えると、最高でも「いざなぎ景気」時代の 69 年度 2.8 倍であり、かつての 3 倍を回復することとはなかった。利子対有利子負債比率は 60 年代前半が 8%台、後半は主として 7%と色分けされるが、有利子負債残高構成比は前半が 30%台、後半が 40%台となり、有利子負債増加が利払い能力低下につながった模様。（図 2-6）

製造業の総キャッシュフロー比率も、積極的増資時代の年代当初 13%であったが、65 年度に 8.9%まで低下した。その後、高収益で徐々に回復し、60 年代後半は 9～13%で推移した。

一方、製造業の負債比率は 60 年度 212%、65 年度 266%、70 年度 353%と後半の方が成長資金の需要増大と間接金融シフトで借入れ依存度が増すに従って上昇度合いが大きくなった。（図 2-6）

以上をまとめると、製造業の支払能力（ソルベンシー）は、数字面では能力低下、危険な方に進ん

でいるように見えるが、収益のパイが続く限り、そして、政策的低金利、メインバンク制、護送船団方式等金融のセイフティネットがある限り、実質的な信用リスク、流動性リスクの怖れのない時代であった。



（２）流動性・安定性

製造業の流動比率は、60年代一貫して110%をキープした。業種別には売上債権の多い加工組立産業は120%～140%台であったが、素材産業は買入債務が大きく100%を割ることもあった。企業間信用の構造的特徴を示している。

一方、固定比率は、70年度に向かい、拡張する設備投資の借入れ依存度が増すに従って60年度142%、65年度158%、70年度187%と一直線に上昇した。

以上から、60年代の製造業の流動性、安定性については、固定比率の上昇は見られたが長期借入金を中心とする間接金融他金融システムが安定していたため現実的にはリスクは数字ほど認識されなかった。

４．利益処分

配当性向は、60年代前半の過剰増資により配当性向は51～81%と高く、社外流出で増資の効果が減殺された。66年度以降借入れシフトから配当性向は40%へ向かって低下し、高収益と相俟って内部留保が充実した。

60年代では、特に額面増資時代の前半、プライマリー市場で株式を取得した株主は高配当性向で還元を受け、資本主義的な構造が残っていた。しかし、その後、借入れ金へのシフトとともに、株式持ち合いとメインバンク制を背景とした我が国特有の構造が定着するに従い、ROEの上昇にもかかわらず「安定配当」が守られたことから配当性向は低下した。

（以下次頁）

・非製造業

1．実数分析

(1) 損益の推移

非製造業の売上高（個別決算 149 社ベース）は、60 年度 5.4 兆円から 70 年度 26.8 兆円へ 10 年間で 4.9 倍となった。一方、非製造業の営業利益は 60 年度 0.3 兆円から 70 年度 1.0 兆円へ 10 年間で 1.3 倍、受取利息・配当金は 450 億円から 3,300 億円へ 7.3 倍、支払利息は 0.2 兆円から 0.7 兆円へ 4.3 倍となった。これらの結果、非製造業の税引後利益は 60 年度 700 億円から 70 年度 2,800 億円へと 10 年間で 4.0 倍となった。

全産業に占める非製造業の割合は、売上高では 60 年度 46%、70 年度 50%であり、営業利益では 60 年度 26%、70 年度 29%、税引後利益では、60 年度 22%、70 年度 25%であった。また、70 年度における営業利益の対売上高比は 4%、税引後利益の対売上高比は 1%であった。

非製造業合計の収益に対する主要業種の構成比をみると、卸売業は売上高シェアが 68%と非常に大きい、営業利益率は 1%台と非常に低く、かつ受取利息配当金が営業利益に近い水準であった。60 年代売上

高の伸びでは、急成長期で資材の動きが活発であった卸売業がリードした。税引後利益では主要業種が拮抗しているが、60 年代伸び率では認可料金に支えられた電気業が他業種が利益率を下げる中高い伸びを示した（表 2-8）

表 2-8 非製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	60 年度	70 年度	60 年度	70 年度
建設業	3%	3%	7%	11%
卸売業	68%	76%	19%	17%
小売業	5%	3%	6%	6%
運輸業	8%	6%	16%	14%
電気業	9%	6%	31%	33%

60 年代の非製造業の損益を通してみ

ると、売上高は 62 年度、65 年度の経済低迷期にも 10%近い伸びを示し 10 年間年率では 17%と成長した。売上利益率の低下から営業利益の伸びは年率 14%と増収率よりも低かったが、支払利息・割引料の伸びを増収がカバーし、税引後利益の伸びは営業利益の伸びより大きかった。

(2) 資金運用の推移

非製造業 1 社あたり平均の固定資金需要では、60 年度～65 年度まで有形固定資産（年 31～40 億円程度）であったが、不況期の 65 年度電力、運輸等を支えとして 40 億円を突破、

その後 70 年度の 88 億円へと上昇していった。有形固定資産の 10 年間の伸びは製造業の 3.3 倍より小さく 2.8 倍であった。投資その他の資産は、卸売等事業特性から製造業よりも規模が大きく、63 年度に既に年 11 億円で、年度終盤の 68 年度～70 年度は 14～22 億円に達した。投資その他の資産の 10 年間の伸びは製造業 3.4 倍より大きく 5.0 倍であった。

一方、固定資金の源泉は、卸売、電力、ガス、運輸等を主体に長期借入金の規模は 60 年度 9 億円から 70 年度 62 億円に拡大した。製造業と異なり主として電力中心に社債も活用（年 5 億円～12 億円）したため、有利子負債残高構成比は、46～48%と年代当初から押しなべて高水準で、製造業のように直接金融から間接金融へシフトしたスタイルとは若干趣を異にする。

このような資金運用は、業種により特徴が異なり、卸売業においては長期借入金調達と投資その他の資産での運用、電気業では長期借入金、社債、資本金・資本剰余金の調達と設備投資（有形固定資産取得）への支出といった特徴もみられた。

（３）資産、負債の推移

非製造業の資産合計（個別決算 149 社ベース）は、60 年度 5 兆円から 70 年度 19 兆円へ 10 年間で 4.0 倍となった。全産業の資産合計に占める非製造業の割合は、60 年度 41%、70 年度 38%であった。同じく、負債合計は 60 年度 4 兆円から 70 年度 16 兆円へ 4.6 倍、資本合計は 1 兆円から 3 兆円へ 2.3 倍となった。

資産合計に対する構成比は、60 年度では流動資産 38%、固定資産 62%であり、70 年度では流動資産 55%、固定資産 45%であった。ただし、固定資産の構成比を産業別に比較すると表 2-9 の通りで、非製造業には建設業、卸売業のように固定資産の割合が非常に低い業種と電気業、運輸業のように非常に高い業種が混在

表 2-9 固定資産の構成比率

業種	60 年度	70 年度	差
建設業	22%	17%	- 5%
卸売業	10%	13%	+ 3%
小売業	49%	51%	+ 2%
運輸業	80%	67%	- 13%
電気業	91%	92%	+ 1%

表 2-10 自己資本の構成比率

業種	60 年度	70 年度	差
建設業	17%	17%	-
卸売業	8%	5%	- 3%
小売業	33%	26%	- 7%
運輸業	28%	16%	- 12%
電気業	35%	27%	- 8%

していることに注意が必要である。また、60 年代には固定資産比率の上昇が各業種でみられたが、中でも卸売業の投融資が顕著に増加し、固定資産比率を押し上げている。一方その中で、運輸業では、鉄道業の販売用不動産（棚卸資産）が顕著に増大、固定資産比率を下げている。

一方、負債・資本の構成比は、60年度では負債75%、資本25%であり、70年度では負債85%、資本15%と外部資金へのシフトが目立つ。表2-10の通り、自己資本比率は、製造業に比べると低い業種が多い。事業が成長するに従い、買入債務、長期借入金、社債への依存度を増していった。表2-11のように、各業種とも軒並み有利子負債の構成比が上昇している。ただし一方で、卸売業がそれにも増して買入債務を増大させたこと（同構成比52%から55%へ増大）が全体に影響して、非製造業の有利子負債の構成比は60年度の48%から70年度の47%へ若干低下した反面、買入債務の構成比は60年度の17%から70年度の28%へ顕著に増加した。

表2-11 有利子負債の構成比率

業種	60年度	70年度	差
建設業	12%	29%	+17%
卸売業	31%	34%	+3%
小売業	33%	42%	+9%
運輸業	59%	67%	+8%
電気業	58%	60%	+2%

（4）従業員数の推移

非製造業の従業員数（個別決算149社ベース）は、60年度末635千人から70年度659千人へ4%（年率では1%未満）24千人増加した。全産業の従業員数に占める非製造業の割合は、60年度28%、70年度22%であった。産業別にみると、卸売業、運輸業の伸びが際立っており、小売業がそれに続いている（表2-12）。しかしながら、鉱業（石炭含む）のように、68千人から28千人へ激減した業種もあり、非製造業全体の数字では上述のように雇用は10年間でほとんど伸びなかった。

表2-12 主要産業の従業員数（千人）

業種	60年度	70年度	差
建設業	131	135	+4
卸売業	43	77	+33
小売業	40	54	+14
運輸業	221	250	+29
電気業	131	135	+4

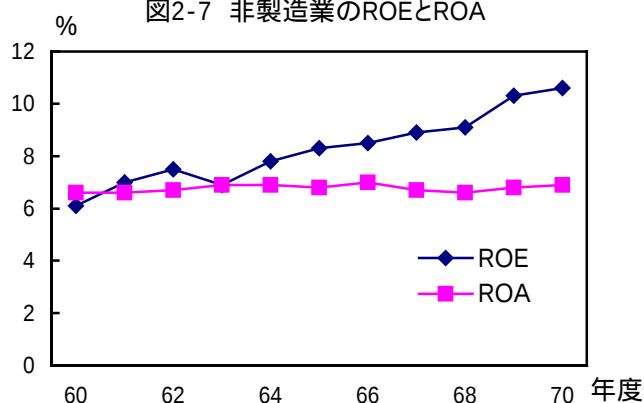
2．収益性

（1）ROE

非製造業のROE（自己資本税引後利益率）は、60年代前半には6.1~7.8%の範囲で推移したが、後半には8.3~10.6%の範囲の動きとなった（図2-7）。

この要因としてのROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、ROAは、60年代には6.6~

図2-7 非製造業のROEとROA



7.0%の範囲にあり、安定していた。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は卸売業のように輸出金融やインパクトローンといった低利調達が可能で業種もるため金融政策の動きを直接には反映せずに、60年度から70年度まで7.3～7.9%の範囲での動きに止まった。一方、有利子負債残高の構成比の低下や買入債務の増大など資本構成の顕著な変化で、負債のプラスのレバレッジが効きROEを押し上げた。

主要産業のROEの推移をみると(図2-8)最上位の建設業のROEは「岩戸景気」の60年度、高水準の24.1%でスタート、オリンピック景気の64年度まで20%台ではあったが負債比率が低下し負債のレバレッジはマイナス効果になった。要因を分析すると、長短の有利子負債残高増加から利払能力減が徐々に低下、その後ROA低下も加わり65年度～67年度は10%台まで低下した。なお、69年度、70年度にはROA反転、利子対有利子負債比率低下、負債のレバレッジ効果から20%台を回復した。

低水準でブレの大きい運輸業のROEは、変動の激しい海運を安定している鉄道がカバーしている図式である。63年度には海運の税引後利益悪化を反映してROEの急低下を見ているが、その後、利子対有利子負債比率低下が負債のレバレッジをプラスに導き、ROEは上昇、70年度まで低水準ながら安定した動きを示した。

(2) ROA

非製造業のROA(使用総資本事業利益率)は、前述したように、60年代を通じて6.6～7.0%の安定した水準を保った。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、最上位には消費も成長過程であるため、百貨店を中心とした小売業が位置し、最下位は業種特性から薄利な卸売業となる。ともに人件費等固定費負担は増加しても売上伸張でカバーし安定した動きを示した。この両者に挟まれる形で他業種の売上高営業利益率は変動した。運輸業は鉄道が安定しているものの海運の変動が表に出ている。建設業も公共工事とブームに左右された(図2-9)。

一方、経営資本回転率は非製造業全体では60年度1.4回から70年度の1.6回まで一直線に上昇した。電気業の安定した伸びを反映してのものである。

他方、投融資利回りは、利子率に歩調を合わせて、68年度まで

図2-8 主要産業のROE

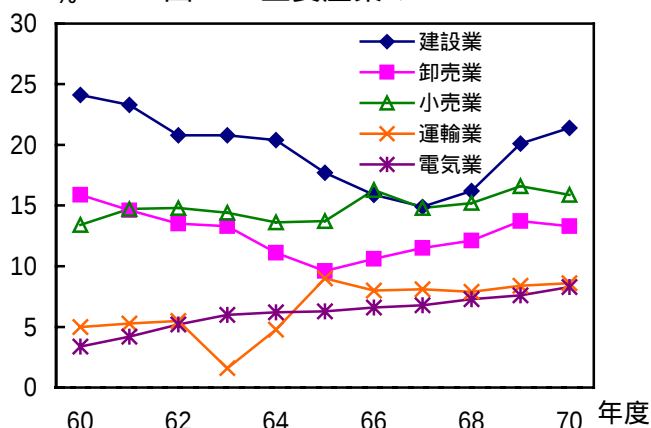
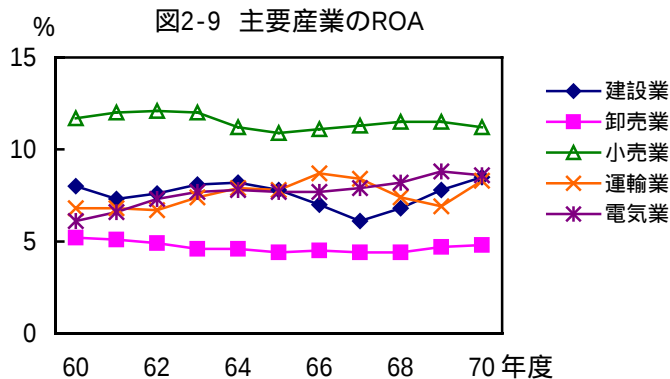


図2-9 主要産業のROA



8.0～8.8%と比較的安定した動きであった。なお、69年度から金融引き締め等の影響で投融資利回りは上昇し9%台となった。現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率は、60年度12%であったが、協力預金と株式持合いから70年度19%まで増加しており、投融資利回りは比較的安定していたため、元本増加のROAへのプラスの効果はあった。

(3) 付加価値分析

非製造業の付加価値(個別決算149社ベース)は、60年度0.9兆円から70年度3.3兆円へ3.7倍(年率14%)の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率1%未満の増加であったから、付加価値生産性は年率14%の上昇であった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率9%の上昇を示したのに対し、資本生産性は年率5%の上昇であった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は38～41%の間での比較的安定した推移であった。また、従業員1人あたり人件費は、60年度56万円から70年度190万円へ年率13%増となった。

付加価値生産性を産業別にみると、労働装備率の違い等によってその水準は大きく異なるが、60年代伸び率においては建設業、運輸業、電気業の躍進が目立った(表2-13)。各業種に共通して言えることは、技術革新で資本生産性も向上したが、経済成長で設備投資が拡大し労働装備率が上昇したことの方がより貢献度合いが高い。

表2-13 主要産業の付加価値生産性
(百万円/人)

業種	60年度	70年度	比
建設業	1.0	6.2	6.2倍
卸売業	1.8	5.0	2.8倍
小売業	0.9	2.5	2.8倍
運輸業	1.2	4.4	3.7倍
電気業	2.1	7.0	3.3倍

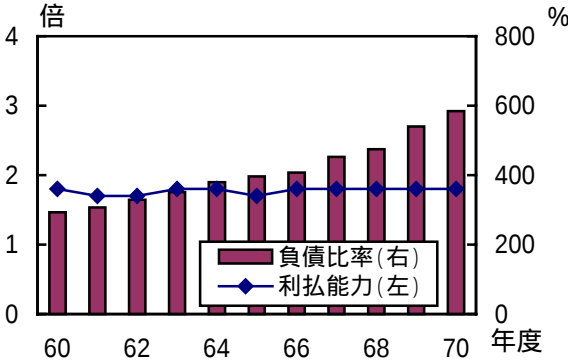
3. 安全性

(1) 支払能力(ソルベンシー)

非製造業の利払能力(インタレスト・カバレッジ)は、増収により金利負担増加を吸収して、一貫して1.7倍か1.8倍でフラットな動きであった。(図2-10)。産業別に見ても、各業種とも顕著な変動はなかった。

非製造業の総キャッシュフロー比率も、ほぼ7%台で落ち着いた動きだった。建設業や運輸業のように有利子負債増加が顕著になるに従い徐々に低下した業種や電気業のように有利子負債増

図2-10 非製造業の利払能力と負債比率



加にもかかわらず利益成長に伴い若干の上昇を見た業種もある。

一方、非製造業の負債比率は 60 年度の 293% から 70 年度の 584% へ一直線に上昇した。有利子負債残高構成比は 60 年度 48%、70 年度 47% とほぼ一定であったが、企業間信用の膨張を反映して買入債務構成比が 60 年度 17%、70 年度 28% と上昇するなどして負債比率を押し上げていった。(図 2-10)。

(2) 流動性・安定性

非製造業の流動比率は、60 年代後半には 90% 台から 100% 台へようやく達したが、建設業や小売業に見られるように、買入債務、短期借入金、未払金などで資金を回転させている業種もあるため総じて低かった。

現預金・有価証券は売上高の伸びより高く増加したが、やはりメインバンクへの協力預金等であろう。一方、非製造業の固定比率は、自己資本の伸び 2.3 倍に対して、固定資産の伸びが 2.9 倍(有形固定資産 2.5 倍、投資その他の資産 6.5 倍他)と高く、負債比率同様ほぼ一直線に上昇した。

以上から、非製造業の流動性、安定性とも製造業と同じく、数字上は悪化の一途を辿ったが、実際はメインバンク制、低金利政策他官民上げての手厚い保護、相互依存等の体制が続く限り流動性リスクに発展するケースは少なかった。

4. 利益処分

非製造業の配当性向は、60 年代前半は 72~87% と、60 年代後半には 61~74% と後半は増資よりも外部資金依存にシフトしたため、後半には低下していったが、もともと利幅の小さい業種が多いことから配当負担は高い。製造業と同じく持ち合い制により収益変動には比較的影響されず「安定配当」が続けられた結果でもある。(以下次頁)

第2部 1970年代

・経済概観

1970年代は、60年代までの「世界経済と貿易の順調な拡大」、「1ドル360円に固定された為替レート」、「安価で無制限な資源・エネルギー」という3つの前提条件が相ついで崩壊し、一直線の高度成長路線が変貌する時期にあたる。

70年7月「いざなぎ景気」が終了した。71年8には「ニクソンショック」で22年間続いてきた固定為替レート制が変動相場制に移行、同12月「スミソニアン体制」発足で1ドル308円に固定されるが、73年2月同体制が崩壊、以後変動相場制が定着し輸出依存度の高いわが国は為替レートの振れに翻弄されるようになる。72年度は、この円切り上げによる不況圧力を相殺するはずだった、金融・財政政策が、産業・企業の自己金融力が向上していることと、「日本列島改造ブーム」も加わったことから、実物投資に加えて手元流動性、土地、金融資産への投資の活発化につながり、過剰流動性が発生する結果となった。

73年度に入ると、さらに、供給能力の限界が顕著になる一方、要増は止まることを知らず戦争直後以来の物価上昇となった。その上1973年10月第1次オイルショックにより原油価格が一気に3倍に引き上げられ物価上昇（インフレ）とその後の強力な引き締め政策から、スタグフレーションが生じ、74年度は戦後初のマイナス成長（-1.4%）を経験した。その後原油高という新価格体系下、輸出増によって内需不振のカバーが図られるものの変動相場制のもとでは円高を招き回復の足かせになった。

1978年度には金融・財政の下支えもあってようやく景気は上昇に向かったが、78年12月には第2次オイルショックが発生、80年にかけて原油価格が上昇した。経済構造と各経済主体の意識が変化しているためホームメイド・インフレには繋がらなかったことから第1次ショックよりもそのインパクトは小さく、わが国はこの時期主要先進国の中では相対的に良好なパフォーマンスを示した。成長率の下方屈折は逃れられない

ものとなり、高度成長期に別れを告げた時期とはいえよう。

以上 1970 年代の経済を要約すると、技術革新を体現した新規投資機会の減少、変動相場制下での輸出による経済下支えに対する円高の壁、エネルギー価格の変動、投資、雇用に対する慎重な企業マインドと減量経営、省エネ等のコスト負担など、成長に対する制約条件が増えるとともに不確実性が増大した。

70 年台のエポックは以下の通りである。

1970 年 7 月「いざなぎ景気」終了

1971 年 8 月「ニクソンショック」、12 月「スミソニアン体制」発足

1972 年「日本列島改造ブーム」と過剰流動性

1973 年 2 月「スミソニアン体制」崩壊、変動相場制へ

1973 年 10 月第 1 次オイルショック

1978 年 12 月第 2 次オイルショック

・全産業

1. 実数分析

(2) 損益の推移

全産業の売上高は（個別決算 1,326 社ベース）は、表 3-1 の通りである。10 年間の名目上の伸びは年率 13%と高いが、GNPデフレータの平均年率 8%を控除すると 5%と 60 年代の高度成長時代と比較すると伸び率は半減、一桁成長時代となった。

表 3-1 70 年代の損益

区分	70 年度	80 年度	比
売上高	67 兆円	228 兆円	3.4 倍
営業利益	4 兆円	11 兆円	2.6 倍
受取利息・配当金	1 兆円	3 兆円	3.1 倍
支払利息	2 兆円	7 兆円	3.1 倍
税引後利益	1 兆円	3 兆円	2.4 倍

これを 80 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 1721 億円、営業利益 80 億円（対売上高比 5%）、税引後利益 26 億円（同上 2%）となる。

売上高は、「いざなぎ景気」最終年度の 70 年度以後、名目上は極めて順調に伸びたように見えるが、その実質的成長度合いについては慎重に観察する必要がある。

71 年度は「いざなぎ景気」終了次年度である上、ニクソンショックによる円切り上げで売上高は 8%増と 60 年代からの二桁増収トレンドにブレーキがかかった。72 年度は円切り上げに対応した財政・金融政策と「日本列島改造ブーム」のため、売上高は 14%増と二桁を回復した。

73 年度は、景気過熱、「過剰流動性」、そして第 1 次オイルショックによる価格上昇が重なり売上高は 33%増と異常な伸びを示した。74 年度にはオイルショックによるインフレ - 急増するコストの価格転嫁や認可料金引き上げといった新価格体系移行期 - を反映して売上高は 24%増（同左 5%増）となったが、75 年度に入るとインフレは沈静化し、総需要抑制効果が現れ成長力の停滞が表面化（スタグフレーション化）し、売上高は 1%増に止まっ

た。

76 年度は輸出の急増、金融・財政面での支援などで売上高は 12% 増となったが、77 年度、78 年度と円高で輸出円換算が減額する業種や国内価格が影響を受けた業種があったため、売上高は 77 年度 3%、78 年度 2% と一桁増に止まった。79 年度は第 2 次オイルショックによる価格上昇から売上高は 21% 増となり、80 年度も同じく 16% 増となった

営業利益は、ニクソンショックの 71 年度円切り上げにより輸出産業や市況に左右されやすい産業を中心に - 8% 減益となったが 72 年度はコスト増はあったものの、大幅増収により 14% 増益となった。しかし、既にこの 2 年間に営業利益率の低下が始まっている（70 年度 6.2% が 71 年度、72 年度各 5.3% ）

73 年度は過剰流動性とオイルショックによるインフレで売上総利益率の低下（72 年度の 14.1% から 73 年度 13.7% へ低下）や固定費負担増を売上高著増でカバーし営業利益は 41% 増と異常な増益率を示した。74 年度はオイルショックがホームメイドインフレになったため、売上総利益率がさらに低下し（同利益率 12.5% ）売上高の二桁増加も営業利益の大幅増加にはつながらず 6% 増益に止まった。75 年度は総需要抑制で売上高の伸びが低迷する一方、素材産業中心に高水準に止まった原材料やエネルギー価格が収益をとみに圧迫し（売上総利益率 11.8% ）営業利益は 24% 減益となった。

その後 76 年度は新価格体系移行も定着し売上高の伸びと売上総利益率上昇（同年度 12.4% ）により営業利益は 31% 増益となった。77 年度は円高による売上高の伸び低迷により営業利益は 7% の減益となった。78 年度は売上高の伸びが同じく低迷したが、円高で交易条件が好転し始めたことと減量経営の効果もあり同利益は 11% 増益となった。79 年度、80 年度は第 2 次オイルショックのインフレで売上高が著増しそれぞれ 31%、22% と表面上の伸びを示した。第 1 次ショック時に比べると収益の上下振幅は小さかった。

次に税引後利益をみると、長期借入金、短期借入金とも 1970 年代の 10 年間ほぼ連続して増加したが、74 年度は営業増益にもかかわらず、金融引き締めで 73 年度の 7.9% が 9.6% に上昇したことから、74 年度の税引後利益は 20% の大幅減益となった。75 年度も利子対有利子負債比率は 9.2% と高水準で営業減益と重なり税引後利益は 1 社あたり 8 億円と 1969 年度の水準（9 億円）を下回った。76 年度、77 年度（77 年度は営業減益）は、金融緩和から利子対有利子負債比率は 76 年度 8.6%、七七年度 7.6% と低下し、税引後利益は増益を続けた。その後 79 年度、80 年度は第 2 次オイルショックのインフレによる売上高、利益の高上げにより金利負担増加をカバーして税引後利益は二桁増益

を続けた（79 年度 18% 増益、80 年度 36% 増益）

70 年代の損益状況から言えることは、過剰流動性やオイルショックによるインフレ、とりわけオイルショック後の新価格体系移行といった特殊条件から売上高、利益とも、表面の決算数字からではなかなか実力を把握することは困難であるが、利益率で見ると不安定な 10 年であった。営業利益率は 1960 年代最低でも 6% 台を確保できていたが「いざなぎ

景気」が終了した時点（オイルショックの前）から 1960 年代の高度成長、増益基調の時代は終焉に向かっていたようにも思える。

（２）資金運用の推移

この 10 年間の全産業の資金運用規模（全社 1,326 社ベース）を、資金使途と資金源泉に分けてみる。まず固定資金の需要合計額（資金使途合計額）であるが、有形固定資産の動き（70 年度 5 兆円から 80 年度 8 兆円と 1.7 倍）を反映して、70 年度 6 兆円であったものが、80 年度には 10 兆と 1.7 倍となった。急成長時代の 60 年の伸び率 3.2 倍に比すと拡大テンポが低下しているが、高度インフレを考慮すると実質の伸びはもっと低下するのではないかとと思われる。

一方固定資金の源泉となる項目の合計額（資金源泉合計額）であるが、8 兆円であったものが、内部留保、長期借入金を中心に、80 年度には 13 兆億円（1.7 倍）となった。差し引き、正味運転資本（長期収支尻）は、60 年代に比べると波動的な動きを示しながら、70 年度 2 兆円から 80 年度 3 兆億円となった。

その結果、インフレによる目減りは避けられないものの現預金・有価証券は取り崩されることがなく、10 年連続増加した（年率 12% 増）。

資金運用状況を構造面に注目していくと次の特徴が把握される。固定資金の需要（資金使途）のうち、有形固定資産のウエイトは 70 年度～80 年度総累計ベースでは、81% と高い（60 年代 81%）。ちなみに、投資その他の資産は 17%（同 16%）である。

それに対して、固定資金の源泉（資金源泉）の中味について 11 年累計ベースのウエイトを算出すると、内部資金（減価償却費含む）は 61%（60 年代 53%）、資本金・資本準備金は 8%（同 10%）、長期借入金は 21%（同 28%）、社債 8%（同 7%）といった構成比となっている。

とりわけ注目すべきは、広義のキャッシュフローである内部資金（減価償却含む）と有形固定資産をそれぞれ累計ベースで比較すると、後者は前者に対して 1.03 倍の規模を示す。60 年代はこれが 1.2 倍であり設備投資がキャッシュフローを大きく超えた規模で実施されていたが、70 年代はオイルショックを契機とした減量経営から設備投資の伸びが抑制された結果内部金融率が上昇した。

以上の構造分析を踏まえて、資金運用の内訳を 1 社あたりの動きでみる。

1 社あたり平均の固定資金需要の規模は、70 年度の 45 億円が 80 年度に 75 億円と 1.7 倍になった。列島改造ブームに沸いた 72 年度、製造業が「いざなぎ景気」後の調整と円切り上げへの懸念から有形固定資産取得額を減少させたため、全産業の 1 社あたり平均の固定資金需要は 71 年度の 49.1 億円から 72 年度の 48.7 億円へと微減となった。73 年度はインフレで有形固定資産を中心に固定資金需要は増加し 59 億円、74 年度は工事単価急増で有形固定資産が伸び資金需要合計で 62 億円、75 年度は金融引き締めの効果、オイルショックによる需要抑制から有形固定資産取得が減額し同合計は 53 億円ヘダウン、その後 78 年度ま

では 50 億円台を維持し、79 年度、80 年度と第 2 次オイルショックで有形固定資産取得が膨らみ 60 億円、75 億円へと増加した。（1 社あたり有形固定資産取得は 70 年度 36 億円が 80 年度 1.7 倍の 63 億円となった）。なお、投資その他の資産は、70 年度 8 億円から 80 年度には 11 億円と 1.3 倍の伸びに止まっているが、特に第 1 次オイルショック後伸びが押さえられたようである。

一方、1 社あたり平均の固定資金源泉の規模は、70 年度 61 億円が 80 年度 101 億円と 1.7 倍になった。設備投資に対する姿勢が慎重化（減量経営）から内部金融率が結果的に高まった。内部資金は 70 年度 32 億円から 80 年度 73 億円へと 2.3 倍に、長期借入金 は 75 年度 30 億円となった後は伸びの鈍化が顕著になり、77 年度 1 億円、78 年度 - 5 億円、79 年度 2 億円となり 80 年度には第 1 次オイルショックの価格上昇も含む有形固定資産増加に対応して 13 億円へと はなったが、70 年代初頭の規模は下回った。

（３）資産・負債の推移

全産業の総資産合計（個別決算 1,326 社ベース）は、70 年度 60 兆円から 80 年度 163 兆円へ 10 年間で 2.7 倍（年率 11%）となった。このうち、流動資産は 36 兆円から 98 兆円へ 2.7 倍、固定資産は 24 兆円から 65 兆円 2.7 倍となった。資産合

表 3-2 資産合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
現預金・有価証券	12%	14%	+ 2%
売上債権	29%	24%	- 5%
棚卸資産	15%	17%	+ 2%
有形固定資産	30%	28%	- 2%
投資その他の資産	10%	11%	+ 1%

計に対する構成比は、70 年度では流動資産 59%、固定資産 41%であり、80 年度では流動資産 60%、固定資産 40%であった。そのうち主なものは表 3-2 の通りである。

一方、全産業の負債合計は、70 年度 48 兆円から 80 年度 132 兆円へ 10 年間で 2.8 倍（年率 11%）となり、全産業の資本合計は、70 年度 12 兆円から 80 年度 31 兆円へ 2.6 倍（年率 10%）となった。負債・資本の構成比は、70 年度では負債 80%、資本 20%であった。80 年度では負債 81%、資本 19%であった。そのうち主なものは表 3-3 の通りである。

表 3-3 負債・資本合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
買入債務	23%	22%	- 1%
短期借入金	13%	12%	- 1%
社債	5%	7%	+ 2%
長期借入金	22%	20%	- 2%
資本金・資本準備金	11%	9%	- 2%
利益準備金・剰余金	9%	10%	+ 1%

このうち、固定資産の推移をみると、高度成長の余力が残っていた 71 年度や過剰流動性、第 1 次オイルショック時のインフレで工事代金が高騰した 73 年度～74 年度は、それぞれ有形固定資産簿価は 13%の伸びを示した。他の期は、7～10%の伸びで 60 年代に比すと成長率低下が見られた。なお、投資その他の資産は、構成比としては以後の時代に比すとまだ低いものの、株式持ち合いが行われたこと、過剰流動性時代に株式等への投資が積極化

したことなどにより、第1次オイルショック前を中心に10年間で3.1倍（年率12％）の伸びを示した。

流動資産の推移では、手元流動性取崩しは生じておらず現預金・有価証券は年率12％で連続増加した。70年代前半の過剰流動性時代には現預金積み増しに加えて株式等への投資の動きがあったこと、第1次オイルショック後は、新価格体系移行による年商規模拡大に対応したこと、そして減量経営から設備投資等の伸びが抑制され余剰分が現預金等へ回ったことなどから増加したものと思われる。

棚卸資産は、10年間で3.1倍の伸びであった。71年度～74年度までは年率9％増で売上高の伸び7％を上回って伸びたが、インフレ期待を含む動きである。その後、74年度～80年度までは年率3％の伸びに落ち着いているが、新価格体系移行で単価が高位安定に向かったこと、減量経営（在庫圧縮）によるものと思われる。売上債権は、10年間で3.1倍と増加したが、売上高の増加率よりも低い。もちろんインフレ高進から売上単価上昇に追いついていないということもあるが、企業間信用の構造にも変化が起きてきたこと、加えてオイルショック後資金効率面でも効率が重視され始めたことが背景にあるようだ。

一方、負債の推移をみると、固定負債については、長期借入金は、70年度から80年度まで10年間で2.4倍（年率9％）、社債は3.7倍（年率14％）の伸びであった。長期借入金の伸びは固定資産や有形固定資産の伸率以下であり、代わって内部資金のウエイトが高まった。流動負債については、買入債務は、売上債権と同様、企業間信用の構造変化や資金効率重視から10年間で2.6倍（年率10％）と売上高の伸び3.4倍を下回った。短期借入金も2.7倍（年率11％）と売上高の伸びを下回った。

資本の推移では、60年代日本楽器製造を皮切りに公募時価発行が増資の過半をしめるようになってきたが、過剰流動性発生時などインフレ時点においてもエクイティ熱はそれほど盛り上がりず、資本金・資本準備金は10年間で2.2倍の伸びに止まった。

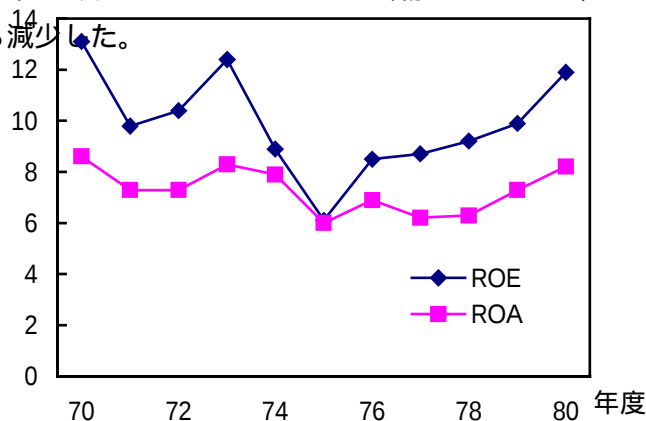
なお、利益準備金・剰余金は、株式持ち合いと「安定配当」の体制下、既述の公募時価発行が中心となり株式数の著増は回避され配当負担は軽減される方向に向かったため

- 配当性向は、ニクソンショックで減益となった71年度54.0％、第1次オイルショックで収益が低迷した74年度～76年度、51.2～70.5％と跳ね上がったが、他の年度は80年度32.3％に向かい低下したため - 徐々に社内留保が積み上がり10年間で3.1倍となった。

（4）従業員数の推移

全産業の従業員数（個別決算1,326社）は、70年度末4,061千人から80年度末3,673千人へ10年間で1割の減員となった。第1次オイルショック前後で増加していたが、74年度から企業のリストラ、減量経営から減少した。

2．収益性



(2) R O E

ROE (自己資本税引後利益率) は、1960 年代に比すと総じて上下動のある動きだった。70 年度 ROE は 13.1%であったが、71 年度になると ROA が落ち込んだ上、金利負担から税引後利益が減少し ROE は 13.1%から一桁台の 9.8%へ急落、翌 72 年度は、円切り上げ対応の金利引き下げから利払い能力が回復し再び 2 桁台の 10.4%へ上昇した。

景気加熱と第 1 次オイルショックの 73 年度、ROA の上昇に加えて無利子の買入債務等増加で負債のレバレッジがプラスに効き ROA は 12.4%へ急上昇した。この年度はインフレで収益面や買入債務が嵩上げされているので実力は割り引いて考えなければならない。74 年度、75 年度は ROA の低下に加えて、金融引き締めと有利子負債増加から負債のレバレッジがマイナスに働き、ROE は、74 年度 8.9%、75 年度 6.1%と急落した。

76 年度以降は、景気対策や円高対策で金利水準が引き下げられ負債のプラスのレバレッジが効き出すと ROA の回復を下支えにしながら 80 年度の 11.9%へと上昇軌道を示した(図 3-1)。73 年度、74 年度というインフレのピーク時はもちろんのこと、その後の新価格体系移行後は、ROE、ROA とともに分母は資産ないし負債・資本という簿価であり、分子は収益という時価に近いものであることから、絶対水準の実力は割り引いて考える必要があるが、方向性、傾向としては上記図の通りである。

この要因として、ROA (使用総資本事業利益率) の動きをみると、ROA は「いざなぎ景気」の 70 年度が過ぎると、70 年度の 8.6%から 71 年度、72 年度それぞれ 7.3%へと落ち込んだ。73 年度は 8.3%へと表面上は反転したものの、74 年度オイルショックで 7.9%へ低下、75 年度、ROA はさらに 6.0%までダウン、その後緩やかに上昇していった。79 年度～80 年度は第 2 次オイルショックのインフレ効果もありそれぞれ 79 年度 7.3%、80 年度 8.2%へと底上げされた感がある。

次に、負債および利子の動きであるが、長期借入金の構成比が 42%～47%間でフロートしたが 79 年度以降減量経営の影響もあり 79 年度 43%、80 年度 42%と低下しこの傾向は 80 年代に引き継がれていく。

一方、利子対有利子負債比率を時系列の推移でみていく。まず、71 年度～72 年度はニクソンショック時の金融緩和で 70 年度の 8.0%が 71 年度 7.9%、72 年度 7.3%へと低下した。73 年度～75 年度は、過剰流動性及びオイルショック対策としての金融引き締めで 73 年度 7.9%、74 年度 9.6%、75 年度 9.2%と上昇した。76 年度～78 年度は輸出急増から生じた円高対策としての金融緩和で 76 年度 8.6%、77 年度 7.6%、78 年度 6.6%と低下した。79 年度～80 年度は第 2 次オイルショック時の金融引き締めに対応して、79 年度 7.3%、80 年度 9.0%と上昇した。

一方、70 年代には、負債比率は 70 年度の 409%が 75 年度の 523%へ上昇したが、上記の通り有利子負債残高と利子対有利子負債比率により、負債のレバレッジのプラス効果とマイナス効果が波動繰り返し ROE を波動させた。

(2) ROA

ROA (使用総資本事業利益率) 動きについては、「いざなぎ景気」終了年度である 70 年度の 8.6% から、71 年度及び 72 年度は 7.3% へと低下した。73 年度 8.3% に上昇したが、第 1 次オイルショック時の 74 年度 7.9%、75 年度 6.0% と低下した。76 年度 6.9% と上昇するが円高で 77 年度 6.2%、78 年度 6.3% と再び低下、第 2 次オイルショックの価格上昇で 79 年度 7.3%、80 年度 8.2% へ上昇となった。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、70 年度の 6.2% が、景気調整と円切り上げから 71 年度、72 年度ともそれぞれ 5.3% と低下、73 年度はインフレで 5.6% と上昇するも、74 年度、75 年度は第 1 次オイルショックの交易条件悪化及び引き締め政策から 4.8% 更に 3.6% と顕著に低下した。

その後売上高営業利益率は上昇していくかに見えたが円高による売上高目減りや需要低迷があり 76 年度から 78 年度までは 3.8% ~ 4.1% と低調で、79 年度、80 年度と第 2 次オイルショックのインフレで売上高は顕著に伸びたものの、交易条件が再び悪化し (売上総利益率は 78 年度の 13.1% から 79 年度 12.7%、75 年度 12.6% と低下し) 売上高営業利益率は 78 年度の 4.1% が、79 年度 4.4%、80 年度 4.7% と推移した。

一方、経営資本回転率の推移をみると、70 年度の 1.3 回が 71 年度、72 年度それぞれ 1.2 回と低下した後、インフレで 73 年度 1.4 回、74 年度 1.5 回と上昇した。75 年度は売上高の伸びが 1% に止まったため 1.3 回へ低下、76 年度から 78 年度は円高によるマイナス要因はあったがそれぞれ 1.4 回と横這い、そして第 2 次オイルショックのインフレで 79 年 1.5 回、80 年度 1.6 回へと上昇した。

他方、投融資利回りは、利子対有利子負債比率と同じく金融政策を反映して上下動した。現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める割合は、70 年度の 22% から 80 年度の 25% へ増加しているため、投融資利回りが 6.0%、6.1% になった 78 年度、79 年度以外は受取利息・配当金を増額させている。しかし、経済激動期であるため、売上高や売上総利益率 (交易条件) が ROA の動向を大きく決めていた。

(3) 売上高利益率と資産回転率

60 年代においては、売上高利益率は、景気変動、物価動向等マクロ経済に左右され変動を繰り返したが、70 年代も同様にマクロの動きを反映した。ただし、60 年代と異なるのは、為替レートが変動相場制に移行し、オイルショックでエネルギー価格の低位安定が保証されなくなったためより上下の振幅幅が大きくなったことである。売上総利益率はピークが 70 年度の 14.9% で (同じくピークの営業利益率 6.2%) ボトムが 75 年度の 11.8% (同じくボトムの営業利益率 3.6%) と振れが激しかった。全産業の売上総利益率は 60 年代平均 15.4% が 70 年代平均 13.1% に低下、全産業の営業利益率は 60 年代平均 6.9% が 70 年代平均 4.7% に低下した。

次に、個々の資産に区分してその回転率をみると、棚卸資産は回転期間が 60 年代末に

1.3 月まで低下したが、70 年代に入ると絶えずインフレ期待があったため平均で 1.5 月と高水準で推移した。売上債権、買入債務は既述の通り企業間信用の構造変化（縮小）により、70 年度は売上債権が 3.7 月、買入債務が 2.3 月だったが、80 年度は、売上債権が 2.6 月、買入債務が 1.9 月へと短縮化した。

一方、有形固定資産の回転率は、70 年度の 4.5 回が売上高の伸び、とりわけインフレの影響を受けた売上高によって変化した。71 年度、72 年度は 4.3 回、4.4 回と低下したが、73 年度 5.5 回、74 年度 6.0 回と急上昇した。75 年度以後 78 年度 4.9 回まで低下はするが高止まり、79 年度 5.5 回、80 年度 5.9 回と再び上昇した。分母である有形固定資産は簿価であるのに対して、分子はインフレ等でフロートする売上高、特にオイルショック後新価格体系に移行した経済単位であるのでその点を考慮する必要がある。

（４）付加価値分析

全産業の付加価値（個別決算 1,326 社）は、70 年度 13 兆円から 80 年度 36 兆円へ 2.7 倍（年率 10%）の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率 0.9%の減少であったから、付加価値生産性は不況期も含めて年率 11%の上昇であったことになる。ただし、GNPデフレーター年率換算 8%を控除すると 3%程度の伸びとなる。

付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 11%で一直線の上昇曲線を示した。資本生産性は、景気動向で上下したが 10 年間の年率で見ると 0.5%上昇に止まった（有形固定資産簿価のうち新規取得分はインフレの影響を受けている点は考慮の余地）。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は 44～55%前後の推移（10 年間の構成比 4.0%増）であった。その他では、減価償却費として内部留保された額の減少（10 年間の構成比 2.8%減）利息として支払われた額の増加（10 年間の構成比 2.2%増）が目立ち、その他（利益等残余）の額も上記人件費と支払利息に食われて総じて低下気味に推移した（10 年間の構成比 7.4%減）。第 1 次オイルショックがホームメイドインフレであったため、人件費の伸びが大きい。従業員 1 人あたり人件費が 70 年度の 144 万円から 80 年度の 466 万円へが顕著に増加（年率 12%増）を示しているが、付加価値自体はインフレ時代にもかかわらず伸びていないので急増した人件費が支払金利とともに小さなパイを独り占めしたと言えよう。又、60 年代と異なり減価償却の構成比が減少しているのは付加価値が新規設備の原資に回ることが阻害されていると言える。

以上の分析から、70 年代の付加価値は顕著に増加したが、その主因は労働装備率の継続的上昇にある。一方、資本生産性向上は表面上ゼロに近くインフレを考慮すると予断はできない数字である。60 年代に比べるとときしみが生じているように感じる。

3．安全性

(1) 支払能力(ソルベンシー)

利払能力(インタレスト・カバレッジ)は、70年代になると有利子負債残高増加、利子対有利子負債比率の変動、そして変動する収益力に左右されることが多かった(図3-2)。

円高対策と「日本列島改造」のため金融が緩和された71年度、72年度、利子対有利子負債比率が低下したにもかかわらず、有利子負債残高増加(70年度の43%が71年度46%、72年度45%へと増加)により支払い利息が増加したため、利払能力は、70年度の2.3倍から71年度1.9倍、72年度2.0倍と低下傾向を示した。

73年度は第1次オイルショックの狂乱物価に対する金融引き締めで利子対有利子負債比率が72年度の7.3%から73年度の7.9%へと引き上げられたにもかかわらず大幅増収・増益で、利払能力は2.3倍に上昇した。74年度は引き続き総需要抑制のため強力な金融引き締めで利子対有利子負債比率が7.9%から9.6%へ跳ね上がったことから利払能力は1.8倍へ低下した。75年度は、スタグフレーション下物価両睨みの慎重な金融政策がとられ、利子対有利子負債比率が9.2%と高止まり、有利子負債増加、そして営業利益減(事業利益減)が重なり利払能力は75年度1.4倍へとさらに低下した。

その後78年度までは円高対応の金融緩和で利子対有利子負債比率が76年度8.6%から78年度6.6%へと低下し、「減量経営」で有利子負債残高の伸びも落ち着いてきたため支払利息の金額自体が減額に向かい、利払能力は76年度の1.6倍から78年度の1.9倍へとゆるやかに反転した。

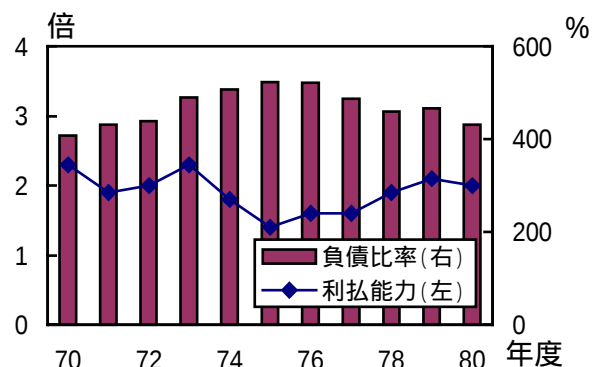
78年度下期の第2次オイルショックのインフレ抑制目的で金融が引き締められ利子対有利子負債比率が78年度の6.6%が79年度7.3%、80年度9.0%と再上昇したが、有利子負債残高は5%前後の伸びに押さえられたことと、事業利益がインフレで急伸び、利払能力は79年度2.1倍、80年度2.0と第1次オイルショック時のような下落はなかった。財務面でも第1次ショックの学習効果が表れている。

総キャッシュフロー比率も、60年代は二桁台前後を示すことも多かったが、70年代に入ると収益力低下から70年度の10.4%から71年度の8.6%、72年度の8.7%へと低下した。

インフレの73年度は増益で9.1%まで戻したが、第1次オイルショックで収益が低迷した74年度7.2%へ低下、75年度は収益のボトムで多大な負債を支えられずに5.6%まで下落した。

その後有利子負債残高の伸びの抑制と収益力の回復で総キャッシュフロー比率は76年度の6.3%から78年度の7.1%へと徐々に上昇した。79~80年度に

図3-2 利払能力と負債比率



は第2次オイルショックの物価上昇で78年度が7.6%、80年度が8.9%と上昇した。総キャッシュフロー比率に関しても、分母は長期借入金を中心とする簿価であることからインフレ時には実力よりも高く出ているものと思われる。

一方、負債比率は、70年代前半、表面上経済・経営のパイが拡大するに従って、長期借入金を中心とした有利子負債と買入債務を中心とする無利子債務の双方が増加し、負債比率は70年度409%から75年度523%へと上昇した。76年度以降は「減量経営」もあり負債の伸びを圧縮するとともに、徐々にではあるが内部留保も蓄積していったので76年度の523%から80年度の431%へと低下した。

(2) 流動性・安定性

流動比率は、流動資産が過剰流動性、自己金融力向上等から現預金・有価証券が厚みを増し、売上債権や棚卸資産は物価水準上昇による膨らみを反映した一方、流動負債も買入債務が物価水準上昇により膨らみ、運転資金として短期借入金も増えていったため、109～114%と比較的安定した動きとなった。

固定比率は、76年度まで、有形固定資産が増加した上、投資その他の資産も過剰流動性やインフレで膨らんだ一方、自己資本の充実が追いついていなかったため71年度の206%が76年度の242%まで上昇を続けた。その後は減量経営や自己資本の充実で77年度の239%から80年度の212%まで低下した。

以上から、70年代は、60年代以上に負債比率、固定比率が高まり、わが国企業の財務内容が芳しくないことが論じられたが、2回に亘るオイルショック(スタグフレーション)の中、一部で大型倒産もあったが、官民協調の金融インフラ、メインバンク制、株式持ち合い構造は堅固で資金面でのセーフティネットが保証されていたため、深刻な信用不安や流動性危機が起こったわけではなかった。

4. 利益処分

70年代は、資本調達を行う場合、公募時価発行増資が6～7割を占めるようになり、額面発行時代と異なり株式数増加を抑制できた上、金融機関他との株式持ち合いで安定株主対策が図られていたため、収益の動向にはあまり左右されず比較的「安定配当」が継続されていた。具体的には、71年度は税引後利益が低迷したため70年度45%であった配当性向が71年度54%に上昇し、また、75年度は収益が70年代のボトムであり、74年度の52%から75年度の71%へと跳ね上がっている。逆に第2次オイルショック直後のインフレ時期の79年度や80年度はそれぞれ38%、32%と低下した。

なお、収益がインフレで嵩上げされた点は考慮しなければならないが、「現代の錬金術禁」である公募時価発行の有利性が生かされ、内部留保が積み上がっていった(10年間で2.6倍となった)(以下次頁)

・製造業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

製造業の売上高（個別決算 961 社ベース）は、70 年度 33 兆円から 80 年度 102 兆円へ 10 年間で 3.1 倍となった。一方、製造業の営業利益は 70 年度 2.8 兆円から 80 年度 6.1 兆円へ 10 年間で 2.2 倍、受取利息・配当金は、0.6 兆円から 1.8 兆円へ 2.9 倍、支払利息は 1.3 兆円から 3.6 兆円へ 2.7 倍となった。これらの結果、全産業の税引後利益は 70 年度 1.0 兆円から 80 年度 2.3 兆円へ 10 年間で 2.3 倍となった。

全産業に占める製造業の割合は、売上高では 70 年度 49%、80 年度 45%であり、営業利益で 70 年度 68%、80 年度 58%、税引後利益では、70 年度 71%、80 年度 68%であった。製造業の売上高利益率の水準はつねに全産業平均を上回っているが、これを 80 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 1,065 億円、営業利益 64 億円（対売上高比 6%）、税引後利益 24 億円（同 2%）となる。

製造業合計に対する主要業種の構成比を財務データの中で分析すると、製造業とは性格を異にする非製造業においてはオイルショック等インフレで大幅増益となった業種や内需中心で円高のマイナスの影響が少なかった業種が多いため（卸売業、電気、ガス等エネルギー産業、不動産等）製造業相対的に低迷したように見えるし、実際、一部の素材産業では成熟化の兆しも出てきた。

しかし具体的にみてみると、輸送用機械器具や電気機械器具などの加工組立産業は売上高構成比こそ伸びを見せていないが、激動激しい時期において収益は比較的に良好であり、税引後収益は着実にシェアを伸ばしている。一方、鉄鋼は新日本製鐵の誕生の他、過去の学習効果から合理的投資行動により不況抵抗力が以前よりは増したようである。化学工業は、売上高がインフレ、特に石油価格上昇により押し上げられたが、利益面ではオイルショック後の不況から低迷を余儀なくされた。繊維は不況に加えて成熟段階に入ってきたこともあり収益のウエイトを明らかに下げた。（表 3-4）

70 年代の製造業の損益を通してみると、売上高は全産業と同じく 71 年度「いざなぎ景気」後の円切り上げ等による景気後退期一桁台に伸びが止まった以外、二桁の伸びを示した。利益面で目立つのは、オイルショック後売上総利

表 3-4 製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	70 年度	80 年度	70 年度	80 年度
輸送用機械器具	18%	19%	17%	19%
電気機械器具	16%	15%	20%	21%
鉄鋼	13%	11%	10%	13%
化学工業	11%	11%	14%	10%
繊維	8%	5%	6%	3%

益率の落ち込みが大きく、73 年度 21.2%から 74 年度 18.7%、75 年度 16.8%と急低下したため、製造業 1 社あたり営業利益が、74 年度の 44 億円から 75 年度 28 億円へ 36.1%減益、同上税引後利益が 74 年度の 11 億円から 75 年度 7 億円へと 40%減益になったことである。特に、繊維、紙・パルプ、石油精製、鉄鋼、非鉄金属といった素材産業では金利負担をささえ切れず経常損益が赤字に転落、繊維、非鉄金属は当期損益も赤字計上となった。一方、加工組立産業では、自動車に支えられた輸送用機械器具、電気機械器具などインフレ、不況の波はかぶったものの比較的無難な収益状況であった。

(2) 資金運用の推移

製造業 1 社あたり平均の固定資金需要のうち、設備投資を意味する有形固定資産の規模は、10 年間で年 26 億円～44 億円規模の動きであり 1.3 倍の伸びに止まった。特に第 1 次オイルショック後、第 2 次オイルショックまでの間、工事単価の新価格体系移行を考慮すれば「減量経営」の一環として抑制された感がある。72 年度～73 年度、76 年度～80 年度間は内部資金の範囲内に有形固定資産増加が抑制されており 60 年代とは様変わりである。また、投資その他の資産は、70 年度 7 億円から増加していき、74 年度から 76 年度は 9～11 億円の規模で高原状態にあったが、その後規模を若干縮小していった。

これに対して、製造業 1 社あたり平均の固定資金源泉は、設備投資、その他投資の資産が膨らんだ 73 年度から 75 年度は長期借入金も 13～25 億円の規模とピークを迎えたが、その後、有形固定資産の増加が抑制された上、内部留保が順調に増大していったため、77 年度～79 年度は返済超過となっている。内部資金は、10 年間で 27 億円～68 億円で 71 年度、74 年度～75 年度と減少することもあったが、輸送用機械器具、電気機械器具など収益安定業種に支えられて増加基調を維持して 80 年度の 68 億円にいたった。資本金・資本準備金は、80 年度 12 億円になった他は、2～6 億円と小規模であり、引き続き間接金融中心の時代を反映した。加えて、貸借対照表からわかる短期資金需給面では、オイルショック等インフレに伴う売上債権、棚卸資産といった膨張する資金需要を企業間金融（買入債務増加）メインバンク等からの短期借入金などで賄った後は、現預金・有価証券が年率 12%の伸びで積み増されていった。

これらの 60 年代における資金運用の特徴は各産業に共通してみられるが、輸送用機械器具、電気機械器具など収益好調な業種では、70 年代前半にも長期借入金圧縮（純減）を行

った時期もある。

(3) 資産、負債の推移

製造業の資産合計（個別決算 961 社ベース）は、70 年度 36 兆円から 80 年度 89 兆円へ年間で 2.5 倍となった。同じく、負債合計は 70 年度 28 兆円から 80 年度 68 兆円へ 2.4 倍、資本合計は 8 兆円から 21 兆円へ 2.6 倍となった。

資産合計に対する構成比は、70 年度では流動資産 59%、固定資産 40%であり、80 年度では流動資産 63%、固定資産 37%であった。そのうち主なものは表 3-5 の通りで、インフレによる新価格体系移行と自己金融力向上に伴う現預金・有価証券の増加、物価上昇による棚卸資産の増加、一方、企業間信用の相対的比重低下による売上債権縮小、株式持ち合い亜、事業多角化を目的とした投資その他の資産の増加、有形固定資産の伸び抑制といった（資金運用方法の変化）が顕著に表れている。

一方、負債・資本の構成比は、70 年度では負債 77%、資本 23%であり、80 年度では負債 76%、資本 24%であった。そのうち主なものは表 3-6 の通りで、インフレに伴う買入債務増大、金利選考による短期借入金金の増加が目立っている。

各産業の資産・負債の構成比推移をみると、現預金・有価証券は一律に増大しているが、素材産業はほぼ上記と同様の動きであったが、電気機械器具、輸送用機械器具など加工組み立て産業では、原材料、燃料費上昇の影響が相対的に小さいことと、いち早く効率経営に取り組んだこともあり、棚卸資産の縮小が見られた。また、収益も比較的好調なせいか利益準備金・剰余金の積み増しも厚く自己資本の構成比を上昇させた。

(4) 従業員数の推移

表 3-5 資産合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
現預金・有価証券	13%	16%	+3%
売上債権	26%	24%	-2%
棚卸資産	17%	19%	+2%
有形固定資産	30%	24%	-6%
投資その他の資産	10%	13%	+2%

表 3-6 負債・資本合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
買入債務	20%	22%	+2%
短期借入金	12%	13%	+1%
社債	4%	4%	0%
長期借入金	23%	17%	-6%
資本金・資本準備金	12%	10%	-2%
利益準備金・剰余金	11%	13%	+2%

製造業の従業員数（個別決算 961 社ベース）は、70 年度 3,056 千人が、景気過熱の 73 年度 3,070 千人をピークに第 1 次オイルショック以降減少傾向が明確になり、80 年度 2,651 千人、10 年間で 0.87 倍の減員となった。成長産業の自動車を含む輸送用機械器具でも、1.01 倍の伸びに止まった（図 3-7）。

表 3-7 主要産業の従業員数（千人）

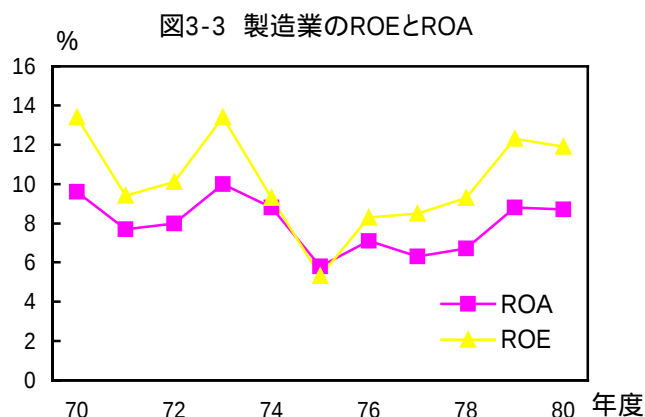
業種	70 年度	80 年度	差
輸送用機械器具	550	556	+ 6
電気機械器具	623	556	- 67
鉄鋼	329	273	- 56
化学工業	290	266	- 24
繊維	313	163	- 150

2 . 収益性

（ 1 ） ROE

製造業の ROE（自己資本税引後利益率）は、「いざなぎ景気」後の 71 年度 9.4%と一桁台となった他は 70 年度～73 年度間は二桁台の 10.1～13.4%で推移、オイルショック後、74 年度の 9.3%を経てボトムの 75 年度 5.3%へと低下した（次頁図 3-3）。

71 年度の ROE の大幅低下は、ROA の 70 年度 9.6%から 71 年度 7.7%への低下に加えて、有利子負債残高構成比が 43%から 46%へ上昇（負債比率は負債比率が 341%から 357%へ上昇）したため、負債のマイナスのレバレッジが効いたためである。逆に 73 年度 ROE の急上昇は、ROA の 72 年度 8.0%から 73 年度 10.0%への上昇に加えて負債比率が 356%から 388%へ上昇（無利子の買入債務増大により有利子負債残高構成比が 44%から 40%へ低下）したため負債のレバレッジがプラスに働いたためである。



74 年度の急落は、ROA が 73 年度 10.0%から 74 年度 8.8%へ低下した上、利子対有利子負債比率が 8.0%から 9.9%へ上昇、更に、負債比率が 388%から 406%へ上昇（有利子負債残高構成比が 40%から 42%へ上昇）したため、負債のマイナスのレバレッジが急角度で効いたためである。

75 年度は利子対有利子負債比率こそ若干低下したものの、ROA が 74 年度 8.80%から 75 年度 5.8%へ低下した上、負債比率が 406%から 432%へ上昇（有利子負債残高構成比が 42%から 45%へ上昇）したため、マイナス要因が相乗して ROE を 9.3%から 5.3%へ引き下げたことになる。

ROE に影響を及ぼす ROA（使用総資本事業利益率）の動きを ROE と絡めて考えてみる

と、オイルショック、とりわけ第1次ショック後の経済停滞は、物価上昇を伴う景気後退、スタグフレーションであったため、景気後退、不況でROAが低下した時でも、金融引き締めから利子対有利子負債比率が下げ渋ったため、ROA悪化を上回ってROE悪化が倍速された感がある。スタグフレーション時の政策的ジレンマが収益状況にも表れている。

次に、負債および利子の動きであるが、70年代の利子対有利子負債比率は、円高の不況対策、オイルショック時の物価抑制の引き締め、その後の物価動向を睨んだ慎重な不況対策など一連の金融政策の動きに従って上下した。

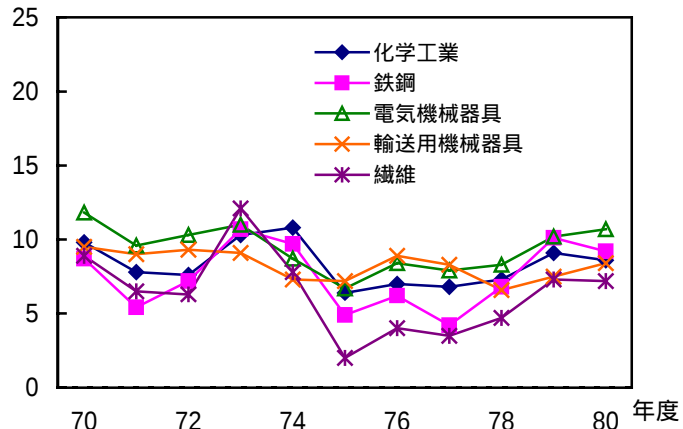
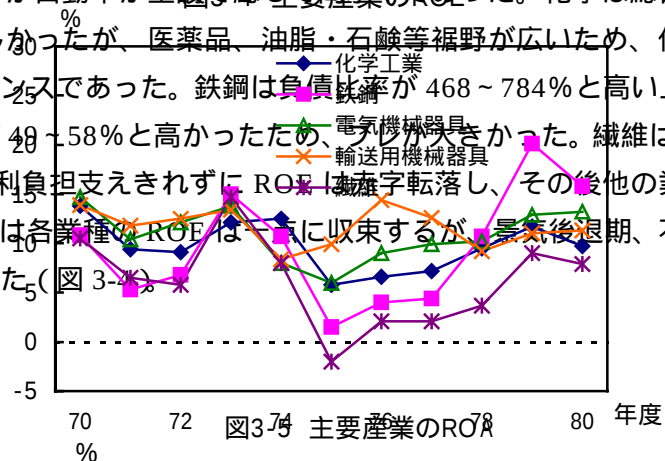
70年度から73年度までは、7.5～8.1%であったが、74年度9.9%、75年度9.5%と上昇、76年度から78年度まで8.8%から6.9%へ低下、第2次ショック時の引き締めで79年度7.7%、80年度9.7%と反転した。

負債比率は、70年度341%から75年度432%へ上昇、新価格体系移行に伴う収益改善による内部留保充実や「減量経営」による有利子負債の伸び抑制で76年度以降80年度の322%に向けて低下していった。

主要産業のROEの推移をみると(次頁図3-4)、第1次オイルショックを境に業種格差が広がり分散している。電気機械器具は負債比率は最高時でも280%と相対的に低いが、有利子負債残高構成比が20%台～30%台と低水準(無利子である買入債務構成比が他業種より高い20%近辺)であったため、収益力の底堅さ(ROA相対的に安定)と相俟って第1次オイルショック後も上下動少なくROEは上昇した。輸送用機械器具は多大な負債を抱え受注の振幅が大きい造船のブレがあるが自動車が強調で伸びを牽引した。化学は総合化学がオイルショックで低下が著しかったが、医薬品、油脂・石炭等裾野が広いので、化学全体としては良好なパフォーマンスであった。鉄鋼は負債比率が468～784%と高い上、その中で有利子負債残高構成比が49～58%と高かったため、ブレが大きかった。繊維は75年度ROA自体が大きく低迷し金利負担支えきれずにROEは赤字転落し、その他の業種に引き離された。景気のピークでは各業種のROEは一斉に収束するが、景気後退期、不況期にはその実力格差が如実に現れた(図3-4)。

(2) ROA

製造業全体のROA(使用総資本事業利益率)は、ROEに



比すと比較的まとまった動きを示した（図 3-5）。ROA は繊維を除くと太い帯状にまとまった 10 年間波動の動きを示し大きな分散の傾向はなかった。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、70 年度～74 年度は 7.1～8.7% の間の動きだったが、75 年度 4.3% とボトムになりその後 79 年度の 6.7%、80 年度の 6.0% まで上昇した。

一方、経営資本回転率の推移をみると、景気後退期でも 1 回転を大きく下回ることにはなかった上、2 回のオイルショック直後は実質経済が悪化していてもインフレ分を含むので回転数が高く出たようだ。例えば、74 年度 1.2 回、79 年度、80 年度各 1.3 回であった。

他方、投融資利回りは、規制金利時代で預金金利は低く押さえられ、また規制金利時代メインバンクへの協力預金と株式持ち合いが中心であったため、上下動を繰り返した利子対有利子負債比率ほど大きな振れは示さなかった。現預金・有価証券の構成比は年代中、70 年度の 13% が、過剰流動性の 72 年度 16% へ上昇、逆に第 1 次オイルショック時は 73 年度 15%、74 年度 14% と在庫等実物への出費増加から若干低下したが、その後、新価格体系移行でインフレが落ち着いてくると、現預金・有価証券の構成比は相対的に上昇していった。しかし、既述の通り投融資利回りは安定し、受取利息・配当金の対売上高比はほぼ 1% 台後半で推移したため ROA 変動の大きな要因とはならなかった。

主要産業の ROA の推移をみると、電気機械器具は、経済・社会の更なるエレクトロニクス化進展でコンピュータ、家電等底堅い需要があるため、相対的に安定していた。輸送用機械器具は造船重機のブレを自動車に補完し、他に比すと高水準を維持、鉄鋼は市況に左右されるため上下動を繰り返した。化学は石油化学のオイルショックの影響を裾野の広さでカバーしそこそこの水準であった。繊維は第 1 次オイルショック後他業種より低下が大きかった。オイルショックで加工組立産業の優位性は明確になった（図 3-5）。

（3）売上高利益率と資産回転率

70 年代において、製造業の売上総利益率は、73 年度までは 20% 台をキープしていたが、第 1 次オイルショックで交易条件が悪化して、74 年度 19%、75 年度 17% と低下し 77 年度まで 17% 台が続くが、第 2 次オイルショックの 78 年度以降交易条件の悪化にもかかわらず 78 年度 18%、79 年度 19%、80 年度 18% と上昇傾向が認められた。これは第 1 次オイルショックの学習効果から省エネ体制が充実しつつあることと合理的行動を取れるようになったことが背景にあるようだ。営業利益率は 5～9% 前後の水準で変動したが、費用のうち販売費・一般管理費の構成比は、費用増加が売上高増で吸収されたため、営業利益率は売上総利益率の動きに左右された。

次に、個々の資産の回転率をみると、70 年代には棚卸資産回転期間（回転率の逆数）が第 1 次オイルショックの後遺症が落ち着き始めたところから「減量経営」等みよる短縮化（回転率が上昇）傾向がでてきた。一方、有形固定資産の回転率は 2 回のオイルショックで表面上上昇した。70 年度に 3.8 回が 80 年度には 5.4 回となっている。もちろん、インフレ

による売上高嵩上げもあるが、「減量経営」による有形固定資産簿価の伸び低下の影響もあるう。

(4) 付加価値分析

製造業の付加価値（個別決算 961 社ベース）は、70 年度 9 兆円から 80 年度 21 兆円へ 2.3 倍（年率 9%）の増加となった。一方、従業員数は、この間、0.87 倍（年率 - 1.5%）だったので、付加価値生産性は年率 11%の伸びであった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は 2.5 倍（年率 10%）の極めて着実な上昇を示したが、設備投資（有形固定資産）の伸びが「減量経営」他で抑制気味であった上、従業員が削減されたためである。資本生産性は年率 1.1%の伸びと僅かな伸びに止まったが、分子である付加価値の方がインフレの影響（嵩上げ）をより多く受ける可能性を考えると、その辺の評価は現会計処理方法では限界がある。業種別には、素材産業である繊維、化学はインフレ期には 100%を超えることもあったが、巨大設備を有す鉄鋼は最高でも 66%を超えなかった。加工組立産業である電気機械器具と輸送用機械器具は 100%を超えている。前者はインフレによる嵩上げはあるにしろ 200%を超えることが多かった。後者は自動車といえども 200%の大体には至っていない。

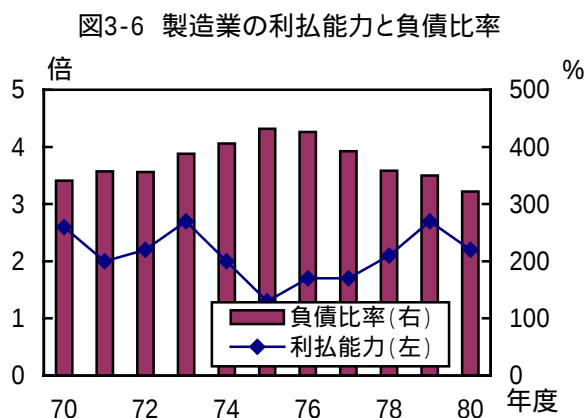
それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は、人員削減にもかかわらず 70 年度 45%が第 1 次オイルショック時のホームメイドインフレを経て 80 年度 53%まで上昇した。その他では、減価償却費として内部留保された額の構成比は 70 年度 16%から 80 年度 132%へ低下した。インフレ期償却は他の項目よりは低く出るものの「減量経営」で設備投資も 60 年代に比して慎重になったことが背景にある。利息として支払われた額の増加は 70 年度 16%だったものが 80 年度 17%となったが、年代途中では上下動を繰り返しており増加したとは評価できない。その他（利益等残余）の額は 70 年度 12%が徐々に減少し 75 年度～77 年度は - 0.7%～ - 5.7%まで落ち込み、その後上昇したが 80 年度も 3%に止まった。従業員 1 人あたり人件費は、70 年度 130 万円から 80 年度 420 万円へ年率 13%増となった。

以上まとめると、製造業の付加価値はインフレの影響を考慮してもそれなりの増加となったようだが、その要因はもっぱら労働装備率の継続的上昇にあったといえる。資本生産性は 60 年代のように伸張しなかった。分配は従業員に対する相対的手厚さが顕著になってきたと言える。

3. 安全性

(1) 支払能力（ソルベンシー）

製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、70 年代事



業損益の上下動に基本的には左右された。70 年度 2.6 倍から 71 年度 2.0 倍、72 年度 2.2 倍へ低下した後、高度成長期最後の 73 年度 2.7 倍へと上昇、第 1 次オイルショック後 74 年度 2.0 倍、75 年度 1.3 倍、76 年度、77 年度 1.7 倍と極めて低迷した。第 2 次オイルショック時は、金融引き締めにもかかわらず、有利子負債増加の抑制と増収効果で支払能力は向上し 78 年度 2.1 倍、79 年度 2.7 倍、80 年度 2.2 倍と 2 倍を上回った（図 3-6）。

負債比率は、70 年度 341%から 75 年度 432%へ上昇、新価格体系移行に伴う収益改善による内部留保充実や「減量経営」による有利子負債の伸び抑制で 76 年度以降 80 年度の 322%に向けて低下していった（図 3-6）。

（ 2 ）流動性・安定性

製造業の流動比率は、70 年代一貫して 110%をキープした。オイルショック、スタグフレーションと激動する経済環境の中にあっても、総じて安定度を示した。業種別には売上債権の多い加工組立産業は 110%～130%台であったが、素材産業は買入債務増大などを背景に 100%を割ることもあった。

一方、固定比率は、主として 100%台後半の動きであったが第 1 次オイルショック後の 74 年度から 76 年度に掛けて収益低迷で資本勘定の伸びも鈍化したため、197～207%と上昇した。その後 80 年度に向かって内部留保の充実により 156%まで低下していった。

以上から、60 年代以上に不安定になったが、メインバンク制、株式持ち合い等の慣行が守られていたので、激動する経済環境にあっても上場企業に限っては大きな信用不安が起きたわけではなかった。

4 . 利益処分

配当性向は、収益低迷の 75 年度一時 75%へ跳ね上がったが、「安定配当」が守られていたので比較的安定していた。78 年度以降は第 2 次オイルショックのインフレ傾向から収益が表面上上向き 30%に低下した。

70 年代では、本格的時価発行時代に入り発行株式数増加は抑制でき、配当負担が払い込み金額に比して軽くなったため、内部留保は徐々に充実していった。「現代の錬金術」といわれる時価発行が今後定着していくことになる。（以下次頁）

・非製造業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

非製造業の売上高（個別決算 365 社ベース）は、70 年度 34 兆円から 80 年度 126 兆円へ 10 年間で 3.7 倍となった。一方、非製造業の営業利益は 70 年度 1.3 兆円から 80 年度 4.5 兆円へ 10 年間で 3.5 倍、受取利息・配当金は、0.4 兆円から 1.4 兆円へ 3.5 倍、支払利息は 0.9 兆円から 3.3 兆円へ 3.7 倍となった。これらの結果、全産業の税引後利益は 70 年度 0.4 兆円から 80 年度 1.1 兆円へ 10 年間で 2.6 倍となった。

全産業に占める非製造業の割合は、売上高では 70 年度 51%、80 年度 55%であり、営業利益で 70 年度 32%、80 年度 42%、税引後利益では、70 年度 29%、80 年度 32%であった。非製造業の売上高利益率の水準はつねに一桁で推移した。これを 80 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 3,449 億円、営業利益 123 億円（対売上高比 4%）税引後利益 30 億円（同 1%）となる。

非製造業合計に対する主要業種の構成比を本財務データの中でみると、電気業が、2 回にわたるオイルショックの都度、認可料金が引き上げられたため、売上高、税引後利益ともシェアを引き上げた。建設業は高度成長期の建設ラッシュも終焉し売上高シェアは、70 年度 11%から 80 年度 9%へ、税引後利益は 70 年度 27%から 80 年度 13%へ低下している。卸売業はロツト的には増大したが、電気業の影響で売上高シェアは、70 年度 70%、80 年度 70%と横這い、税引後利益は 70 年度 16%から 80 年度 14%へ低下した。小売業のシェアも売上高が卸売業に圧倒され、70 年度 4%から 80 年度 3%と低下、税引後利益は増益ではあったが電気業に食われて 70 年度 6%から 80 年度 5%へ低下している。運輸業（海運含む）は売上高利益とも年代中ブレがあったが構成比としては、70 年度 6%から 80 年度 6%と横這い、税引後利益は 70 年度 12%から 80 年度 8%へ低下した。（表 3-8）

70 年代の非製造業の損益を通してみると、売上高は 75 年度までは全産業と同じく、71 年度「いざなぎ景気」後の

表 3-8 非製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	70 年度	80 年度	70 年度	80 年度
建設業	11%	9%	27%	13%
卸売業	70%	70%	16%	14%
小売業	4%	3%	6%	5%
運輸業	6%	6%	12%	8%
電気業	5%	8%	22%	46%

円切り上げの時期に伸びが低下したり、第 1 次オイルショック時の 74 年度には急伸し、75 年度伸びが止まったりとしたところまではほぼ歩調を合わせた。しかし第 1 次ショックが落ち着きかけた 77 年度や、年度末に第 2 次ショックを経験した 78 年度に、売上高の伸びがほとんど見られなかったのは、円高による総合商社（減収）を含む卸売業の伸び停滞が大きく影響している。利益面では、製造業とは異なり売上高総利益率は一桁台（7.2%～8.8%）であるが、オイルショック後の売上総利益率の落ち込みも製造業ほど大きくない。72 年度 8.4%がオイルショック時 73 年度 7.5%、74 年度 7.4%、75 年度 7.7%と穏やかな低下であった。エネルギー多消費業種である電気業は料金認可業種である上、卸売業他は元々利益幅が小さい上、エネルギー価格上昇の影響度も分散されるため、非製造業は総じて売上総利益率の落ち込みが小さかった。非製造業 1 社あたり営業利益も第 1 次オイルショック時、73 年度 50 億円 74 年度の 63 億円、75 年度 62 億円、76 年度 72 億円となったが、特に、74 年度、75 年度と製造業は顕著に減益になったことと明らかに明暗を分けている。税引後利益は第 2 次オイルショック時、電気業の収益変動に左右され、非製造業全体では 78 年度 19 億円、79 年度 11 億円、80 年度 30 億円と上下動を見たが、他の年度は 10 億円台での落ち着いた動きでありこの辺も製造業とは趣を異とする。なお、業種別には、運輸業には海運がふくまれるので振れが他の非製造業に比較すると大きかった。

（ 2 ） 資金運用の推移

製造業 1 社あたり平均の固定資金需要のうち、設備投資を意味する有形固定資産の規模は、10 年間で年 44 億円～114 億円規模の動きであった（70 年度に対して 80 年度は 2.6 倍の規模）。ロツ的に電気に加えて運輸業の動きに左右されるが、他の業種もこれらとほぼ平行に動いた。第 1 次オイルショック後 74 年度、75 年度と減額となったが、この動きも電気中心で説明される。非製造業全体としては、製造業に比べて原油価格、為替の影響度が小さく「減量経営」の動き、言い換えるとオイルショックや円切り上げのインパクトはさほど顕著ではなかったようだ。なお、製造業とは異なり内部資金の範囲内に有形固定資産増加が納まったことはない。後述するように負債比率は自ずと上昇していくことになる。

これに対して、製造業 1 社あたり平均の固定資金源泉は、収益が比較的安定していたことから内部資金は 70 年度から 79 年度まで 36 億円～57 億円であり（80 年度電気業等膨らみ 88 億円）振れは少なかったが、収益規模に比して配当負担が重い（配当性向が総じて 50%以上で製造業より重い）ことから社内留保充実度合いが製造業ほどではない。

電気業を除くと設備資金の調達の主軸は上記内部資金と長期借入金であった。社債の動きは主として電気業を反映してはいるが、他の業種でも 60 年代と異なり社債による調達が目立ち始めている。資本金・資本準備金による調達規模は 5 億円～14 億円であり、時価発行時代を迎えたとはいえ製造業と同じく大きく増えているわけではない。短期資金需給面では、オイルショック等インフレに伴う売上債権、棚卸資産といった膨張する資金需要を

企業間金融（買入債務増加）、メインバンク等からの短期借入金などで賄った後、現預金・有価証券が有利子負債残高の伸び（年率 13%）を超えて（年率 14%）積み増されていった点は製造業と軌を一にする。

これらの 70 年代における資金運用の特徴は各産業に共通してみられるが、建設業や小売業は 70 年代後半には長期借入金も返済超過に転じた年度もあり、財政状況改善或いは悪化防止に努めた形跡がある。

（３）資産、負債の推移

非製造業の資産合計（個別決算 365 社ベース）は、70 年度 24 兆円から 80 年度 75 兆円へ年間で 3.1 倍となった。同じく、負債合計は 70 年度 20 兆円から 80 年度 65 兆円へ 3.2 倍、資本合計は 4 兆円から 10 兆円へ 2.7 倍となった。

表 3-9 資産合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
現預金・有価証券	10%	13%	+ 3%
売上債権	32%	24%	- 8%
棚卸資産	12%	14%	+ 2%
有形固定資産	31%	33%	+ 2%
投資その他の資産	10%	10%	0%

資産合計に対する構成比は、70 年度では流動資産 59%、固定資産 41%であり、80 年度では流動資産 56%、固定資産 44%であった。そのうち主なものは表 3-9 の通りで、インフレによる新価格体系移行と自己金融力向上に伴う現預金・有価証券の増加、同じく物価上昇による棚卸資産の増加、企業間信用の相対的比重低下による売上債権縮小までは製造業と同じ動きであった。一方、製造業と異なり電気業他公共性のある事業は設備投資を一企業の思惑のみで抑制するわけにもいかないこと、オイルショック、円高のダメージが製造業より小さかったことから「減量経営」の必要性も低く有形固定資産のウエイトは縮小していない。

一方、負債・資本の構成比は、70 年度では負債 85%、資本 15%であり、80 年度では負債 87%、資本 13%であった。そのうち主なものは表 3-10 のとおりで、企業間信用構造の変化による買入債務構成比縮小、長期借入金と社債残高構成比の増加、利益準備金・剰余金のウエイト上昇が目立っている。

各産業の資産・負債の構成比推移をみると、ほぼ一律のうごきであった。特筆すべきは、資金調達手段多様化、自己金融力向上、不確実性時代を迎えての効率性重視を背景に、企業間信用の金目であった卸売業（総合商社を含む）を中心に、売上債権、買入債務の伸びが縮小したことであり構造的な変化と言えよう。

表 3-10 負債・資本合計に対する構成比

区分	70 年度	80 年度	差
買入債務	28%	23%	- 5%
短期借入金	13%	12%	- 1%
社債	7%	10%	+ 3%
長期借入金	22%	24%	+ 2%
資本金・資本準備金	10%	8%	- 2%
利益準備金・剰余金	5%	6%	+ 1%

表 3-11 主要産業の従業員数（千人）

業種	70 年度	80 年度	差
建設業	206	243	+ 37
卸売業	138	134	- 4
小売業	90	115	+ 25
運輸業	324	299	- 25
電気業	135	135	0

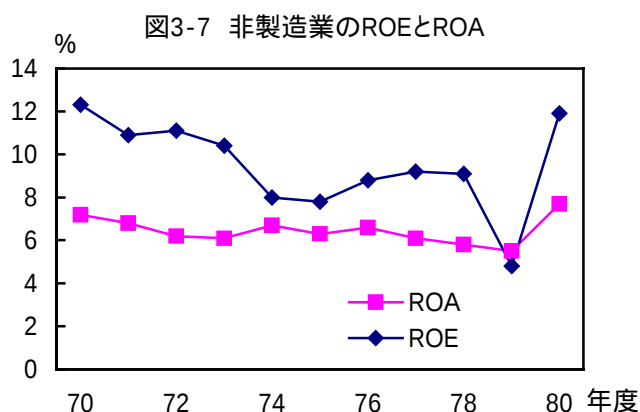
(4) 従業員数の推移

非製造業の従業員数(個別決算 365 社ベース)は、70 年度の 1,004 千人が 74 年度の 1,068 千人をピークに第 1 次オイルショック以後製造業と同じく減少傾向となったが、80 年度 1,021 千人は 70 年度 1,004 千人より、1.01%と僅かに増加している。エネルギー危機と円高には相対的に遠い位置にある建設業、個人消費関連の小売業が人数を増加させるなどしたためである。運輸業の落ち込みが大きいのはオイルショックによるバンカーオイル代高騰で苦戦した海運などの落ち込みを反映している(表 3-11)。

2. 収益性

(1) ROE

非製造業の ROE(自己資本税引後利益率)は、「いざなぎ景気」後の 70 年度から 73 年度までは、二桁台の 10.4~12.3%で推移、オイルショック後、74 年度 8.0%から 75 年度 7.8%と低下したが、落ち込みは小さく 77 年度 9.2%、78 年度 9.1%と回復した。第 2 次オイルショック時の 79 年度、原油価格上昇幅が大きく電気業の ROE 低下が大きく影響して 4.8%まで低下した。(図 3-7)。



74 年度の ROE の低下は、ROA が 73 年度の 6.1%から 74 年度の 6.7%へ上昇したにもかかわらず、利子対有利子負債比率は 73 年度の 7.7%から 74 年度の 9.2%へ上昇し、負債比率が 690%から 708%へ悪化(有利子負債残高構成比 44%から 46%へ上昇)したことが要因である。その後、有利子負債残高構成比が 74 年度の 46%から 50%台方向へ上昇したが(負債比率は若干改善)、利子対有利子負債比率が 74 年度の 9.2%から 6%台へ低下していったため、負債のプラスのレバレッジが効き ROE は 77 年度 9.2%、78 年度 9.1%と上昇した。79 年度の ROE の急低下(79 年度 4.8%)は上述の通り電気業の悪化による。80 年度は逆に電気業の ROE の急反発により全体が急上昇となった(80 年度 11.9%)。

ROE に影響を及ぼす ROA(使用総資本事業利益率)の動きと ROE とを絡めて考えると、後述するように、非製造業の利益率は製造業よりも低いものの、使用総資本回転率は 1 回を超え製造業より高いため、ROA も遜色ない水準となっている。そして、有利子負債残高構成比が製造業よりも高いが、利子対有利子負債比率が、電気業、運輸業などが低利の制度融資導入等で総じて金利水準が製造業よりも低めであることが影響して負債のレ

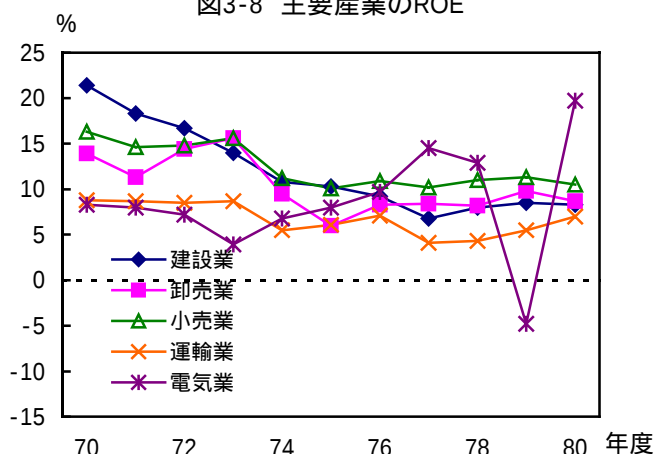
バレッジを有利に効かせて ROE も格差不い水準にあった。

次に、負債および利子の動きであるが、70 年代の利子対有利子負債比率は、円高の不況対策、オイルショック時の物価抑制の引き締め、その後の物価動向を睨んだ慎重な不況対策など一連の金融政策の動きに従って上下した。70 年度から 73 年度までは、7.0～7.9%であったが、74 年度 9.2%、75 年度 8.8%と上昇、76 年度から 78 年度まで 8.3%から 6.4%へ低下、第 2 次オイルショックのインフレ抑制で 79 年度 6.9%、80 年度 8.3%と反転した。

負債比率は、70 年度 562%から 74 年度 708%へ上昇、その後もほぼ高原状態で、第 2 次オイルショック時卸売業、電気業の悪化で 79 年度 713%へ上昇、80 年度は収益、内部留保の改善で 668%へダウンした。

主要産業の ROE の推移をみると、製造業ほど第 1 次オイルショックを境に業種格差が広がり分散したわけではない。電気業は、為替と原油価格で一時大きな振れを示した。円高で上昇、第 2 次オイルショックで低下した（マイナスを記録）。建設業は 70 年代初頭の高度成長期が終焉して中盤に掛けて低下したものの、その後落ち着きを取り戻した。卸売業は、負債のレバレッジのプラス・マイナス次第で変動はあったが、ROA 自体が安定していたので総じて落ち着きがある。運輸業は海運は振れが激しいもの、鉄道業が安定しているため上下動は少なかった。（図 3-8）。

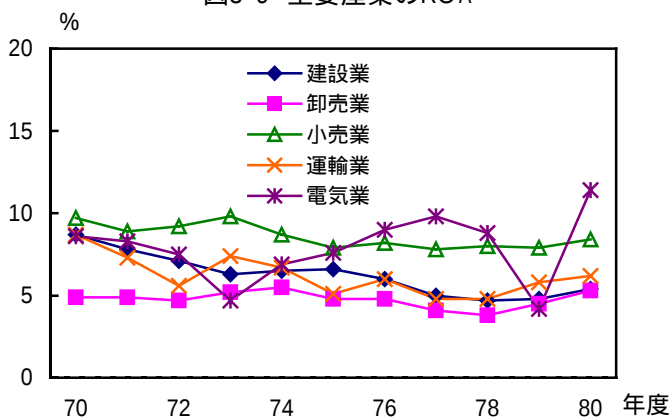
図3-8 主要産業のROE



(2) ROA

非製造業全体の ROA（使用総資本事業利益率）は、ROE に比すと更にまとまった動きを示した（図 3-9）。電気業の ROA は、79 年度 8.8%から 4.2%へ急低下し、これで多額の支払利息を負担できなくなり ROE がマイナスとなった。この点を除くと太い帯状にまとまって 10 年間振れの少な

図3-9 主要産業のROA



い波動状を示し大きな分散の傾向はなかった。

この ROA 変動の要因として、売上高営業利益率の推移をみると、電気業が 78 年度の 30.9%から 20.6%へと大きく落ち込んだ 79 年度は、非製造業全体の売上高営業利益率が 2.6%となった他は、認可料金業種や卸売業、小売業など元来利幅変動の小さい業種が中心であるため 3%台の動きでまとまっていた。

一方、経営資本回転率の推移をみると、2 回のオイルショックのインフレ時は、若干の上昇も見したが、全体として 1.5～1.9 回の範囲で動いた。他方、投融資利回りは、総合商社を含む卸売業の振れが相対的に大きく、非製造業全体では 6.3～9.6%の範囲で上下動があった（製造業は 5.7～7.5%）。現預金・有価証券の構成比は 70 年代中、70 年度の 10%が、過剰流動性の 72 年度 15%と上昇した後、一進一退を繰り返して 80 年度 13%となった。一方、受取利息・配当金の対売上高比は、現預金・有価証券増加にもかかわらず、売上高増加が著しく、新価格体系移行があったためほぼ 1%台前半で推移し、ROA 変動の大きな要因とはならなかった。規制金利時代メインバンクへの協力預金と「安定配当」が中心であったため投融資利回りは安定していた。

主要産業の ROA の推移をみると、大きな動きを示したのは既述の電気業で、円高、原油高（第 2 次オイルショック時）で上下動を示した他、建設業が高度成長期の 70 年度 8.7%であったものが、第 2 次オイルショック時には 4.7～5.4%と低下したことである。（図 3-9）。

（ 3 ）売上高利益率と資産回転率

70 年代において、非製造業の売上総利益率は、電気業の振れは経験したものの、卸売業他元来利幅が小さく製造業ほど大きな変動をしなかった（非製造業 7.2～8.8%、製造業 16.8～21.2%）。電気業、海運等を除くと為替、原油の影響を直接受けることが少ないからである。営業利益率は先述の通りほぼ 3%台の水準で変動したが、やはり製造業よりも安定した動きであった。

次に、個々の資産の回転率をみると、製造業と同じく 70 年代には棚卸資産回転期間（回転率の逆数）が第 1 次オイルショックの後遺症が落ち着き始めたころから物価の落ち着きと効率経営等により短縮化（回転率が上昇）傾向がでてきた。一方、有形固定資産の回転率も製造業と同じく 2 回のオイルショックのインフレ効果で表面上上昇した。70 年度の 5.6 回が 74 年度の 7.7 回を経て 80 年度の 6.4 回とという動きである。もちろん、インフレによる売上高嵩上げもあるが、「減量経営」による有形固定資産簿価の伸び低下の影響もあるう。

（ 4 ）付加価値分析

非製造業の付加価値（個別決算 365 社ベース）は、70 年度 5 兆円から 80 年度 14 兆円へ

2.8 倍（年率 11％）の増加となった。一方、従業員数は、この間、1.01 倍（年率 0.5％）だったので、付加価値生産性は年率 10％の伸びであった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は 3.2 倍（年率 12％）の極めて着実な上昇を示した。

資本生産性は 70 年度と 80 年度を比べると 3.2％の減少となったが、鉄道業の減少が響いているようだ。業種別に資本生産性を見ると、建設業は概ね 300％を超えて推移した。卸売業は 100％台後半から 200％台前半の動き、小売業は 100～150％の動きであった。運輸業は 100％前後の動き、電気業は 30％台前半の動きであった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は、70 年度 43％が第 1 次オイルショック時のホームメイドインフレによる上昇を経て 80 年度 41％と表面上減少した。これは、電気業の 80 年度の動き（利益等残余他増加）を反映したもので、他の非製造業は製造業と同じく労働分配率は上昇した。利息として支払われた額の増加は 70 年度 19％だったが 80 年度 23％と増加した。その他では、減価償却費として内部留保された額の構成比は電気業も含めて 70 年度の 14％から 80 年度の 12％へと低下した。又、その他（利益等残余）の額は 70 年度の 14％が徐々に減少し 80 年度 9.2％となった。従業員 1 人あたり人件費は、70 年度 201 万円から 80 年度 572 万円へ年率 11％増となった。

以上まとめると、非製造業の付加価値はインフレの影響を考慮してもそれなりの増加となったようだが、その要因はもっぱら労働装備率の継続的上昇にあったといえる。

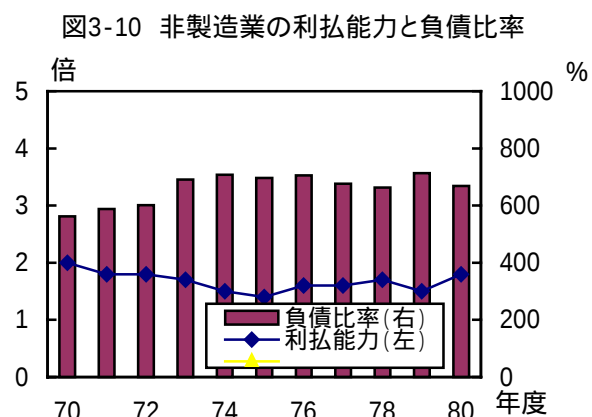
3．安全性

（1）支払能力（ソルベンシー）

製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、70 年度 2.0 倍が一桁台に落ちてからは、負債比率が高いこと等から製造業と異なり 2 倍台には回復しなかった。

負債比率は製造業より高く、70 年度 562％から 74 年度 708％へ上昇、新価格体系移行に伴う収益改善による内部留保充実や有利子負債の伸び抑制で 78 年度の 662％まで低下、79 年度 713％へ跳ね上がった後 80 年度 668％へ低下した。（図 3-10）

有利子負債残高構成比は、70 年度の 43％から上昇していき、過剰流動性と第 1 次オイルショックの 73 年度買入債務構成比の著増（25％から 30％へ上昇）から有利子負債残高構成比の伸び



が鈍ることもあったが、一進一退を繰り返して 80 年度の 49%に至った。

非製造業の総キャッシュフロー比率は、高度成長期終焉で収益力を低下させた建設業、多大な設備と高い借入れ依存度を示す運輸業、電気業を中心に低下した。全体の総キャッシュフロー比率推移は 70 年度の 8.0%が第 2 次オイルショック時の電気業の低下著しい低下により全体でも 79 年度は 3.8%まで低下、80 年度は 6.9%へ持ち直した。

（ 2 ）流動性・安定性

非製造業の流動比率は、70 年代 104～110%の間をフロートした。オイルショック、スタグフレーションと激動する経済環境の中であって、日本的横並び経営、金融秩序維持用から、総じて安定度を示したものと思われる。業種別にはそれぞれ水準の高低はあるものの総じて安定した動きであった。卸売業が全体を代表する形であり 104～112%で推移した。電気業は業界特性から 36～62%の動きであった。

一方、固定比率は、70 年度 271%であったが、その後ほぼ一直線に上昇し、80 年度には 336%となった。製造業に比べて有形固定資産の伸びが大きかった上、内部留保の蓄積も薄いことから上昇していった。

以上から、60 年代以上に悪化或いは不安定になったが、金融制度、調達面のセーフティネットがメインバンク制を土台に張られていたので、大きな信用不安が起きたわけではなかった。

4 . 利益処分

配当性向は、事業規模から見て収益力が小さい卸売業、或いは事業規模に見合って資本金も大きい相対的に収益が小さい運輸業や電気業の特徴を反映して、製造業よりも総じて高めである。しかし、「安定配当」が守られていたことは製造業と変わりなく分母の収益次第で左右されることが多かった。（以下次頁）

第3部 1980年代

・経済概観

1978年12月に始まった原油価格引き上げ、いわゆる第2次オイルショックは、80年代初頭の交易条件を大きく悪化させた。しかし、第1次オイルショックの学習効果が働き、物価対策、金融引締め政策が功を奏し、第1次オイルショック時のような混乱は生じなかった。とはいえ、81、82年度には、財政再建のための公共事業の抑制が行われ、米国レーガン政権の高金利政策に引きずられて国内金利引き下げにも限界があったため、景気の調整局面は長引いた。83年度に入ると、原油価格低下により交易条件が改善し始め、企業収益も徐々に好転し、設備投資も加工組立産業、輸出産業中心に増大していった。

85年度に入ると、円安により輸出はさらに拡大し、景気は上向く一方、対外経済摩擦も大きくなっていった。ところが、85年9月、ドル高是正を目的とした「プラザ合意」が成立すると、それを境に為替は円高へ反転し、製造業を中心に景気回復には急ブレーキがかかった。暴落し始めたドルを支えるために、金融はそれ以降緩和基調へと向かった。この時、既に東京商業地では局地的地価上昇が始まった。86年度では、円高により製造業が大きな打撃を受けた反面、「前川レポート」が構造転換、内需拡大をうたったとおり、内需関連の非製造業は好調となり、高級外車等の耐久消費財輸入も増加した。

87年度には、円高防止のためのドル買い介入で、マネーサプライ（円放出）が増大し、公定歩合も87年2月2.5%まで引き下げられ、構造転換、規制緩和政策が展開され、国内バブル色が濃厚になっていった。そして、88年度以降、景気は全産業において上向きとなり、設備投資の顕著な伸びとともに、土地、株式が高騰した。一方、円高の下で物価は比較的安定し、資産効果も寄与して消費は拡大を続け、日本経済は平成景気（バブル経済）の美酒に酔いしれた。しかし、90年度には、景気の過熱は明白となり、金融政策は引締めに変換し、株価は暴落となった。それより少し遅れて地価の下落、設備投資、住宅投資の減少が始まった。

以上、1980年代はオイルショックの後遺症からようやく立ち直ったところで、円高に見舞われ、この円高を契機にバブル経済に突入し、結局はその後遺症の源を形作ったという10年であった。

この 10 年間の景気局面は以下のとおりである。

景気後退	1980 年 2 月～1983 年 2 月
景気回復	1983 年 2 月～1985 年 6 月
円高不況	1985 年 6 月～1986 年 11 月
平成景気	1986 年 11 月～1991 年 4 月

．全産業

1．実数分析

(1) 損益の推移

全産業の損益合計（個別決算 1,508 社ベース）は、表 4-1 のとおりである。

これを 90 年度 1 社あたり平均の額
でみると、売上高 2,578 億円、営業利
益 99 億円（対売上高比 4%）、税引後
利益 45 億円（同 2%）となる。

売上高は 81～85 年度にかけては緩
やかに増加（年率 5%）した。86 年度
に円高不況により大幅に減少（9%）

したが、87 年度から平成景気（バブル経済）となって回復に転じ、88～90 年度には急拡大（年率 10%）した。

営業利益は 81、82 年度では売上原価、販売費・一般管理費の増加に押されて減少し、83～85 年度では売上原価率の低減により回復、81～85 年度の 5 年間では結果的に横ばい（年率 0%）であった。86 年度に円高不況により売上高以上に大幅に減少（16%）したが、87 年度から回復し、88～90 年度の 3 年間には急拡大（年率 11%）した。受取利息・配当金は 81～85 年度まで小幅な増加（年率 3%）となり、86、87 年度に減少した後、88～90 年度には大幅な増加（年率 25%）を記録した。

他方、株式相場は 89 年末まで持続的に上昇し、それに支えられて表面利率の低い転換社債・ワラント債の発行が盛んとなり、借入金への依存度は低下した。さらに金利は 89 年 5 月に引締めとなるまで継続的に引下げられた。このため、支払利息は 82 年度から 87 年度まで絶対額で減少し、88 年度から増加に転じた。

これらの結果として、税引後利益は 81 年度の減少（15%）の後、82 年度から緩やかな増加（82～85 年度年率 8%）に転じ、86 年度に一度減少（14%）したが、87 年度から回復し、88～90 年度には急拡大（年率 16%）するという歩みとなった。

なお、配当金も 80 年代では 1.9 倍に増加し、税引後利益に対しては 30% 台の水準で推移した。この結果、社内留保（税引後利益 - 配当金 - 役員賞与）も 80 年代では 1.8 倍の増加であった。また、減価償却費は 80 年代では、有形固定資産の増加に伴って 2.0 倍に増加し

表 4-1 80 年代の損益

区分	80 年度	90 年度	比
売上高	240 兆円	389 兆円	1.6 倍
営業利益	11 兆円	15 兆円	1.3 倍
受取利息・配当金	3 兆円	7 兆円	2.2 倍
支払利息	7 兆円	9 兆円	1.2 倍
税引後利益	4 兆円	7 兆円	1.8 倍

た。

80 年代の損益を通してみると、売上高は前半緩やかに、後半急速に増加したが、営業費用は販売費・一般管理費を中心に固定費の増加テンポが売上高の増加テンポを上回り、営業利益の伸びは抑えられた。しかし、支払利息が金利低下等により 87 年度まで減少となった一方、88 年度以降受取利息・配当金が急増し、利益を押し上げた。これらの結果、税引後利益は、81、86 年度の減益をはさんで、82～85 年度にかけて小幅な、88～90 年度には大幅な増益となった。

（２）資金運用の推移

この 10 年間ににおける資金運用は大きく 81～86 年度と 87～90 年度の 2 つの時期に分けられる。81～86 年度では、固定資金の需要合計額（個別決算 1,508 社ベース）が年 11～14 兆円の規模であったのに対し、固定資金の源泉となる項目の合計額（同）は年 14～19 兆円であった。その調達差額は運転資金に回り、正味運転資本は年 2～5 兆円の純増となった。87～90 年度には、固定資金の需要額は年 15～26 兆円の規模に拡大したが、固定資金の源泉額はそれ以上の拡大を示し年 23～39 兆円という未曾有の規模に達した。このため、正味運転資本は 87～89 年度にかけては年 8～15 兆円の記録的な純増となったが、90 年度には 4 兆円の純増に急減した。

以下、資金運用の内訳を 1 社あたり平均の額でみる。

1 社あたり平均の固定資金需要の規模は 81～86 年度では年 74～92 億円であった。このうち、有形固定資産の資金需要は 60～70 億円台で推移した。一方、投資その他の資産（関係会社投融資、持ち合い株式等）の資金需要は年 9～17 億円であった。

これに対して、1 社あたり平均の資金源泉項目の規模は 81～86 年度では年 92～123 億円であった。このうち、内部資金（社内留保、減価償却費等）は、81 年度 64 億円から 85 年度 90 億円まで順調に増加し、86 年度には一時減少（前年比 - 6%）した。資本金・資本準備金の純調達額は年 10～16 億円の規模であった。社債の純調達額は、81～83 年度には年 8～9 億円であったが、84 年度以降転換社債の発行を中心に増加基調となり、84、85 年度には各 13 億円、86 年度には 23 億円に急増した。

これらの結果、1 社あたり平均の正味運転資本は 81～86 年度では年 16～32 億円の純増となった。

87 年度に入ると 1 社あたり平均の固定資金需要の規模は拡大を始め、87 年度 98 億円の水準から 90 年度には 172 億円（81～86 年度平均の 2.1 倍）に達した。このうち、有形固定資産の資金需要は 88 年度から増加に転じ、88 年度 85 億円、89 年度 102 億円、90 年度 119 億円と拡大した。一方、投資その他の資産の資金需要は 87 年度から急増し、87 年度 24 億円、88 年度 35 億円、89 年度 52 億円、90 年度 51 億円と拡大した。

これに対して、1 社あたり平均の資金源泉項目の規模は 87 年度から急速に拡大し、89

年度には 258 億円（81～86 年度平均の 2.4 倍）に達した。しかし、これをピークとして 90 年度には減少（-23%）となった。このうち、内部資金は 87 年度 93 億円、88 年度 112 億円、89 年度 125 億円、90 年度 133 億円へと順調に拡大した。資本金・資本準備金の純調達額は 87 年度以降、時価発行増資、転換社債からの転換が盛んに行われるようになり、87 年度 28 億円、88 年度 39 億円、89 年度 61 億円の著しい増加となった。しかし、90 年度には 16 億円に急減した。社債の純調達額は、転換社債にワラント債が加わりさらに増加する傾向となり、87 年度 27 億円、88 年度 32 億円、89 年度には 69 億円を記録した。しかし、90 年度には 16 億円に急減した。

これらの結果、1 社あたり平均の正味運転資本は 87 年度 52 億円、88 年度 70 億円、89 年度 102 億円の純増と著増し、90 年度には一転して 28 億円の純増にとどまった。

以上、80 年代の資金運用を通してみると、84 年度頃から転換社債の発行が先行する形でエクイティ・ファイナンスが活発化した。その後、円高不況を短期間で克服して景気が好転すると、株価の上昇にも刺激されて、転換社債のほかに時価発行増資、ワラント債発行も盛んとなり、自己資本および固定負債の急激な増加をもたらした。一方で、関係会社向け、株式持ち合い等の投融資が増加した。さらに 88 年度からは設備投資も本格的に増加した。ただし、その一部は土地の値上がりにも食われた。それでも資金の調達総額は固定資金需要を大きく上回り、いわゆる財テクの形で運用された。しかし、89 年度に金融引締めが行われると、これらエクイティを利用した資金調達は大幅に減少した。一方、固定資金需要は後倒しで 90 年度にピークを迎えた。他方、長期借入金、エクイティ・ファイナンスの隆盛に押されてこの 10 年間小幅な増減にとどまり、83～87 年度の間はむしろ残高が継続して減少する事態となった。

（３）資産、負債の推移

全産業の資産合計（個別決算 1,508 社ベース）は、80 年度 173 兆円から 90 年度 339 兆円へ 10 年間で 2.0 倍（年率 7%増）となった。このうち流動資産は 104 兆円から 190 兆円へ 1.8 倍、固定資産は 80 年度 69 兆円から 90 年度 149 兆円へ 10 年間で 2.2 倍となった。

資産合計に対する構成比は、80 年度では流動資産 60%、固定資産 40%であり、90 年度では流動資産 56%、固定資産 44%であった。そのうち主なものは表 4-2 のとおりである。

一方、全産業の負債合計は 80 年度 139 兆円から 90 年度 242 兆円へ 10 年間で 1.7

倍（年率 6%増）となり、全産業の資本合計は 34 兆円から 97 兆円へ 2.9 倍（年率 11%増）となった。

表 4-2 資産合計に対する構成比

区分	80 年度	90 年度	差
現預金・有価証券	15%	18%	+3%
売上債権	24%	21%	-3%
棚卸資産	17%	12%	-5%
有形固定資産	28%	28%	-
投資その他の資産	11%	16%	+5%

負債・資本の構成比は、80 年度では負債 81%、資本 19%であり、90 年度では負債 72%、資本 28%であった。そのうち主なものは表 4-3 のとおりである。

このうち、固定資産の推移をみると、有形固定資産は、87 年度に一時伸び悩んだほかは、堅実な設備投資意欲により継続的に増加（81～85 年度、86～90 年度ともに年率 7%増）した。有形固定資産はバブル経済期において特段に高い伸びを示したわけではない（88～90 年度年率 8%増）。一方、投資その他の資産は 81～85 年度では年率 8%増であったが、86～90 年度では関係会社投融資、持ち合い株式等の増加により年率 14%増と急増した。

流動資産の推移では、現預金・有価証券が 81～85 年度の年率 5%増から 86～89 年度には特金・ファントラ等のいわゆる財テクにより年率 19%増と急激に増加したが、90 年度には一転して 6%減となった。売上債権は 81～85 年度にかけて緩やかに増加（年率 4%）し、86 年度不況により減少した後、88～90 年度には急増（年率 12%）した。ただし、この間、手形割引額が逐年減少しているので、割引前の売上債権の増加率はこれより低く、売上高の増加率を下回っていたとみられる。棚卸資産は 81～85 年度には在庫圧縮が進み、ほとんど増加せず（年率 1%増）、86 年度不況ではむしろ減少した。しかし、88～90 年度には販売用土地の増加等の要因もあり急増（年率 11%）した。

一方、負債の推移をみると、社債は 81～85 年度年率 11%増、86～90 年度年率 19%増と特に 80 年代後半に転換社債、ワラント債中心に急増した。長期借入金 は 81～82 年度こそ年率 5%の増加となったが、83～87 年度の間は年率 - 1%の減少となり、90 年度に入りエクイティ・ファイナンスの陰りが見え始めてようやく増加基調となった。短期借入金は調達手段の多様化を背景に金利選好に基づく長期借入金からのシフトが進み、81～85 年度年率 7%増、86～90 年度年率 6%増と着実に増加した。買入債務は 81～85 年度には棚卸資産同様、ほとんど増加せず（年率 1%増）、86 年度不況ではむしろ減少したが、88～90 年度には急増（年率 11%）した。

資本の推移では、資本金が、81～85 年度の年率 6%増から、転換社債からの転換、時価発行プレミアムの資本金組入れの義務化等により、86～90 年度では年率 13%増に急増した。資本準備金は、時価発行プレミアムの拡大が続き、81～85 年度年率 15%増、86～90 年度年率 16%増と一貫して高い伸びを示した。利益準備金・剰余金は 81～85 年度年率 11%増、86～90 年度年率 10%増と着実に増加した。

また、80 年代は負債割合が 9 ポイントも減少したが、買入債務等無利子負債の減少の寄与が大きく、有利子負債については一部の業種で大幅に増加したため減少幅はわずか 2 ポイントであった。

表 4-3 負債・資本合計に対する構成比

区分	80 年度	90 年度	差
買入債務	22%	17%	- 5%
短期借入金	12%	12%	-
社債	7%	14%	+ 7%
長期借入金	20%	12%	- 8%
資本金・資本準備金	9%	14%	+ 5%
利益準備金・剰余金	10%	14%	+ 4%

(4) 従業員数の推移

全産業の従業員数(個別決算 1,508 社ベース)は、80 年度末 4,100 千人から 90 年度 4,349 千人へ年率 1%の増加となった。81~85 年度にかけて微増を続けた後、86~87 年度に一時減少し、88~90 年度に再び緩やかな増加(年率 2%)に転じている。

2. 収益性

(1) ROE

ROE(自己資本税引後利益率)は、78~80 年度の水準(9~12%)から低下し、81~85 年度には 8.1~8.9%の範囲で推移した。86~87 年度にはさらに 6.4~6.9%の水準にまで低下したが、88~90 年度には回復し、7.2~7.8%の水準となった。80 年度と 90 年度を比較した ROE 水準の変化は年率で -5%であり、趨勢的には低落傾向がうかがえる(図 4-1)。

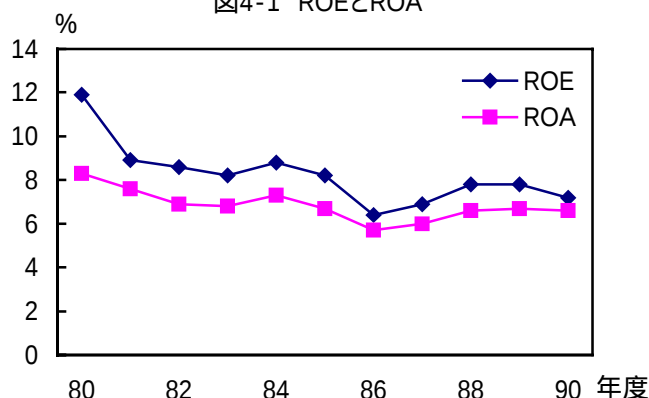
この要因として、ROA(使用総資本事業利益率)の動きをみると、ROA は、81~85 年度には 70 年代後半の水準に近い 6.7~7.6%の範囲にあり、86~87 年度に 5.7~6.0%に低下し、88~90 年度は 6.6~6.7%の水準まで回復した。80 年代を通じて 6~7%程度の水準は保ったが、円高不況時の低下の幅が大きく、バブル経済時の上昇を以っても補い切れなかった(80 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で -2%)。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は、80 年に入り第 2 次オイルショック後の金融引締めが解除されると、88 年まで年を追って低下した(80 年度と 88 年度を比較した水準の変化は年率で -7%)。その間の有利子負債残高構成比には大きな変化はなかった。このため、金利水準の低下はそのまま、ROE の押し上げ要因となった。

一方で、80 年代には、自己資本構成比の上昇と棚卸資産等の圧縮に連動した買入債務の圧縮により、負債比率が継続的に低下した(80 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で -5%)。この結果生じた、負債によるレバレッジ効果の低減は、ROE の押し下げ要因となった。

以上をまとめると、80 年代の ROE は、趨勢的には低落傾向にあり、その要因としては

図4-1 ROEとROA



ROA の若干の低下に加え、負債レバレッジのマイナスの効果（負債比率の低下）が大きく、支払利息減少による押し上げ効果にもかかわらず、ROE を押し下げたといえる。

（２）ROA

ROA（使用総資本事業利益率）は、前述したように、81～85 年度には 6.7～7.6%の範囲にあり、86～87 年度に 5.7～6.0%に低下し、88～90 年度は 6.6～6.7%の水準を回復している（図 4-1）。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、第 1 次オイルショック（73 年度）を契機に 5～6%の水準から 4%前後に低下したが、81～85 年度はその水準で推移した。86 年度の円高不況時に 3.4%まで急落したが、87 年度以降は回復し 4%前後の水準での動きとなった。

一方、経営資本回転率の推移をみると、第 1 次オイルショック時に 1.4 回前後に、第 2 次オイルショック時（79 年度）に 1.6 回前後に上昇し、それ以降 85 年度まで 1.5～1.6 回前後の水準を維持した。ところが、86 年度の円高不況時に 1.4 回に低下し、それ以降は 1.4～1.5 回程度の水準となった。80 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で -1%だが、86 年度に不連続な変化があった。

他方、投融資利回りは、80 年度 7.5%から 87 年度 5.0%に趨勢的に低下し、その後 90 年度 6.2%まで回復した（80 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で -2%）。また、この間、現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率は、80 年度 26%から 90 年度 34%に増加している。このため、投融資利回りは 80 年代後半において ROA を若干引き下げたとみられる。

以上から、80 年代の ROA は、円高不況時に起きた使用総資本回転率の低下および 80 年代後半における投融資増加・利回り低下という押し下げ要因を克服し切れぬまま推移したといえる。

（３）売上高利益率と資産回転率

80 年代においては、売上総利益率には上昇傾向が認められるが、営業利益率はむしろ低下してきた（全産業の売上総利益率 80 年度 13.0%、90 年度 14.0%、全産業の営業利益率 80 年度 4.7%、90 年度 3.8%）。言い換えると、費用のうち販売費・一般管理費の構成比が上昇した。

次に、個々の資産に区分してその回転率（指標としては回転期間＝回転率の逆数）をみると、この間、売上債権（割引前）、棚卸資産ともに継続して回転期間が短く（回転率が高くなった）。売上債権（割引前）は、この間、企業間信用の短縮化が進み、回転期間は 80 年度 2.6 月から 90 年度 2.3 月まで短期化した。棚卸資産も在庫圧縮が進み、回転期間は 80 年度 1.4 月から 90 年度 1.2 月まで短くなった。

一方、有形固定資産の回転率は、2 度のオイルショックの都度上昇した 70 年代から一転

して、80年代は低下傾向となり、80年度5.9回から85年度には5.2回となった。さらに86年度の円高不況では4.5回まで急落し、その後回復したが90年度でも5.0回にとどまっている。なお、80年代を通じて有形固定資産償却累計率は趨勢的に上昇（設備年齢が長期化）してきた（80年度53%から90年度59%まで、1年あたり0.6%上昇）。

（４）付加価値分析

全産業の付加価値（個別決算1,508社ベース）は、80年度38兆円から90年度61兆円へ1.6倍（年率5%）の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率1%の増加であったから、付加価値生産性は年率4%の上昇となった。そのうち、81～85年度では年率3%上昇、86年度に3%低下し、88～90年度では年率7%上昇となった。

付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率6%の極めて安定した上昇を示していたのに対し、資本生産性は81～85年度では年率3%低下、86年度に9%低下し、88～90年度では年率1%上昇となった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は50%前後の安定した推移であった。その他では、減価償却費として内部留保された額の増加（10年間の構成比3.3%増）、利息として支払われた額の減少（10年間の構成比4.3%減）が目立ち、その他（利益等残余）の額は5%前後で推移した。人件費については、従業員1人あたり人件費指標（80年度455万円から90年度698万円へ年率4%増）がより直接的にその増加を示している。また、その他（利益等残余）の額の構成比は、バブル経済最盛期の88、89年度には一時的に高まった。

以上の分析から、80年代の付加価値は比較的順調に増加したが、その要因は労働装備率の継続的上昇にあり、それが資本生産性の低下傾向と従業員数の横ばい傾向を補って付加価値増加をもたらしたといえる。一方、その分配は従業員に対して相対的に手厚かったのに対し、残余の利益はバブル経済最盛期の88、89年度に一時的に高まったが、それ以外では低い水準で推移したといえよう。

３．安全性

（１）支払能力（ソルベンシー）

利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、第1次オイルショック後に1.4倍まで大きく低下した後、次第に回復し、81～83年度には2倍前後で推移した。84年度に事業利益増加と支払利息減少が重なると、以後上昇基調となり88年度には3.1倍まで達したが、89年度から金融引締めにより再び低下した（図4-2）。80年代における利払能力の向上は、主として金融緩和の効果によるものといえる。

総キャッシュフロー比率も、75年に6.3%まで低下した後、徐々に回復し、81～83年度には8～9%の水準で推移した。84年度に内部留保が一段と増加すると10%の水準に達し、

以後その水準を維持した。総キャッシュフロー比率 10%という水準は 60、70 年代の好況期にもしばしば現れている。80 年代後半における総キャッシュフロー比率の高水準の維持は、金融自由化の流れの中でエクイティ・ファイナンスが主役となり有利子負債の膨張が抑えられた効果が大きいと考えられる。

一方、負債比率は 1975 年度まで上昇してきたが、それ以降は一転して低下を続け、80 年度 416%、90 年度 251%となった（図 4-2）。この要因を大きくとらえれば、石油危機を契機に日本企業の外部環境における不確実性が増大し、企業が負債過多のリスクに直面するようになったことである。

それへの対応として、企業は、80 年代において、第 1 に企業間信用（売上債権・買入債務）の決済期間短縮、棚卸資産の圧縮等の減量経営を進め、第 2 に長期借入金を中心に有利子負債の圧縮に努め、第 3 には金融資本市場の自由化を背景に、エクイティ・ファイナンスによる自己資本充実を図った。ただし、80 年代後半には、過剰流動性（余剰資金）の発生を背景に、利益蓄積のテンポを大きく上回る払込資本の増加が起こり、負債によるレバレッジ効果を損なう結果ともなった。

このように、80 年代における負債比率の低下は、支払能力（ソルベンシー）の観点からは大幅な改善をもたらしたが、一方、負債によるレバレッジの利用の観点からは逆行する結果となり、将来の株主へのリターンを考えると行き過ぎの面もあった。

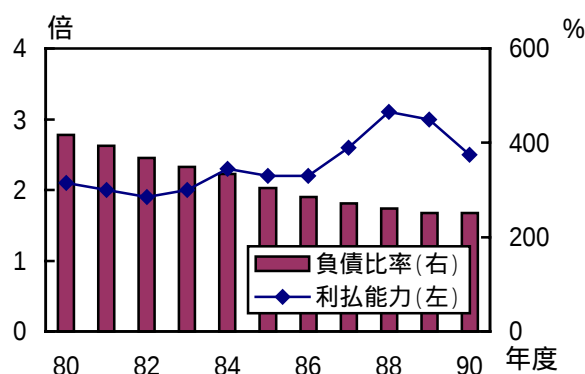
以上をまとめると、支払能力（ソルベンシー）は、80 年代を通じて大幅に向上したといえる。ただし、急激な自己資本の膨張は資本コストの点から将来に問題を残すこととなった。

（ 2 ）流動性・安定性

流動比率は、80 年代前半はほぼ横ばい（80 年度 112%、85 年度 114%）だったが、80 年代後半には 90 年度 126%まで上昇（85 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で 2%）した。要因としては、調達資金の一部が現預金・有価証券として滞留したことが大きい。この間、企業間信用は相対的に縮小し、棚卸資産の圧縮も進んだが、流動性には大きく影響しなかった。

固定比率は、80 年度 205%から 90 年度 154%まで 80 年代を通じてほぼ一貫して低下（80 年度と 90 年度を比較した水準の変化は年率で - 3%）した。これは言うまでもなく自己資

図4-2 利払能力と負債比率



本の充実による。

以上から、流動性は 80 年代後半に高まったものの、それは主として余剰資金の一時的な運用が行われたためであって、恒常的な改善ではなかった。他方、固定資金の調達に関しては自己資本充実により安定性が高まったといえる。

4 . 利益処分

配当性向は、70 年代後半以降、株式発行の支配的な方法が額面から時価へ大きく転換して行くとともに低下を始め、79 年度に初めて 40% を割った後、80 年代では 30% 台の水準で推移した。この傾向に対し、エクイティを利用した資金調達に際しては、配当性向の維持等株主への利益還元をすすめるよう、政府の指導の下、証券業界の自主ルールが定められたが、配当性向の上昇には至らなかった。他方、この間、日本経済の強気見通しに支えられて、株価は大幅に上昇し、投資家は配当収入には多くを期待せず、専ら株式値上がり益を目的として行動するようになった。

80 年代における利益処分は、ROE の低下傾向の中で、配当金の支払いを極力抑え、内部留保を少しでも確保する方向が顕著であり、株価の上昇がそれを容認したといえる。(以下次頁)

・製造業

1．実数分析

(1) 損益の推移

製造業の売上高（個別決算 1,035 社ベース）は、80 年度 106.6 兆円から 90 年度 165.2 兆円へ 10 年間で 1.5 倍となった。一方、製造業の営業利益は 80 年度 6.5 兆円から 90 年度 8.6 兆円へ 10 年間で 1.3 倍、受取利息・配当金は 1.8 兆円から 3.6 兆円へ 2.0 倍、支払利息は 3.7 兆円から 3.1 兆円へ 0.8 倍となった。これらの結果、全産業の税引後利益は 80 年度 2.5 兆円から 90 年度 4.8 兆円へ 10 年間で 1.9 倍となった。

全産業に占める製造業の割合は、売上高では 80 年度 44%、90 年度 42%であり、営業利益では 80 年度、90 年度ともに 57%、税引後利益では、80 年度 67%、90 年度 71%であった。製造業の売上高利益率の水準はつねに全産業平均を上回っているが、これを 90 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 1,596 億円、営業利益 83 億円（対売上高比 5%）、税引後利益 46 億円（同 3%）となる。

製造業合計に対する主要業種の構成比をみると、売上高では電気機械器具の伸びが高く、80 年代には輸送用機械器具を抜いて最大の産業となった。一方、鉄鋼は売上高の激減を経験し、構成比を縮小した。税引後利益でも電気機械器具が 80 年代を通して最大であり、税引後利益の伸び率では化学工業が高い伸びを示した（表 4-4）。

80 年代の製造業の損益を通してみると、売上高は前半緩やかに、後半急速に増加したが、営業費用は販売費・一般管理費を中心に固定費の増加テンポが売上高の増加テンポを上回り、営業利益の伸びは抑えられた。しかし、支払利息が金利低下等により 88 年度まで減少し、税引後利益を押し上げた。

表 4-4 製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	80 年度	90 年度	80 年度	90 年度
電気機械器具	16%	23%	23%	25%
輸送用機械器具	19%	22%	18%	17%
化学工業	12%	11%	11%	14%
鉄鋼	11%	7%	13%	8%

(2) 資金運用の推移

製造業 1 社あたり平均の固定資金需要は、81～86 年度まで、省力化投資等が堅調な有形固定資産（年 50～64 億円）と関係会社投融资等の投資その他の資産（年 7～14 億円）で年 58～75 億円であった。

これに対して、製造業 1 社あたり平均の固定資金源泉は、81～86 年度では内部資金（年 62～88 億円）はそれだけで需要額を賄える規模であったが、株価上昇を背景に時価発行増資による資本金・資本準備金増加（年 10～17 億円）、転換社債を中心にした社債増加（年 5～20 億円）が図られ、長期借入金の返済と現預金・有価証券の増加に向けられた。

87～90 年度では、投資その他の資産の資金需要が先行して急増（年 17～46 億円）し、有形固定資産の資金需要は 1 年遅れて増加（88 年度 67 億円、89 年度 87 億円、90 年度 102 億円）に転じた。

これに対して、内部資金は順調に拡大（年 87～131 億円）したが、一層の株価上昇を背景に資本金・資本準備金は時価発行増資、転換社債からの転換により、社債は転換社債にワラント債も加わったことにより 87～89 年度に著しい増加となった後、90 年度には株価急落とともに急減した（資本金・資本準備金および社債純増額、89 年度各 60、65 億円、90 年度各 17、14 億円）。これらの調達資金も現預金・有価証券の増加と長期借入金の返済に回った。

これらの 80 年代における資金運用の特徴は各産業に共通してみられるが、電気機械器具では投資その他の資産（関係会社投融资等）の増加が、また鉄鋼では 88、89 年度に時価発行増資、社債発行とそれによる長期借入金返済の動きが顕著であった。

(3) 資産、負債の推移

製造業の資産合計（個別決算 1,035 社ベース）は、80 年度 92 兆円から 90 年度 174 兆円へ 10 年間で 1.9 倍となった。全産業の資産合計に占める製造業の割合は、80 年度 53%、90 年度 51%であった。同じく、負債合計は 80 年度 67 兆円から 90 年度 103 兆円へ 1.5 倍、資本合計は 22 兆円から 66 兆円へ 3.0 倍となった。

表 4-5 資産合計に対する構成比

区分	80 年度	90 年度	差
現預金・有価証券	16%	20%	+ 4%
売上債権	24%	23%	- 1%
棚卸資産	19%	12%	- 7%
有形固定資産	24%	25%	+ 1%
投資その他の資産	12%	17%	+ 5%

資産合計に対する構成比は、80 年度では流動資産 63%、固定資産 37%であり、90 年度では流動資産 58%、固定資産 42%であった。そのうち主なものは表 4-5 のとおりで、棚卸資産の縮小と投資その他の資産の拡大が顕著に表れている。

一方、負債・資本の構成比は、80 年度では負債 76%、資本 24%であり、90 年度では負債 62%、資本 38%であった。そのうち主なものは表 4-6 のとおりで、負債の長期借入金から社債へのシフト、資本金・資本準備金の純増が目立っている。また、80 年代は負債割合が 14 ポイントも減少したが、買入債務等無利子負債の減少が大きく、有利子負債の減少は 6 ポイントであった。

表 4-6 負債・資本合計に対する構成比

区分	80 年度	90 年度	差
買入債務	22%	17%	- 5%
短期借入金	12%	9%	- 3%
社債	4%	14%	+ 10%
長期借入金	16%	5%	- 11%
資本金・資本準備金	10%	18%	+ 8%
利益準備金・剰余金	14%	20%	+ 6%

各産業の資産・負債の推移をみると、現預金・有価証券の拡大と棚卸資産の縮小、買入債務の縮小は共通してみられる。長期借入金の減少は、鉄鋼、化学工業等のもともと長期借入金残高の大きい業種で顕著である。

（４）従業員数の推移

製造業の従業員数（個別決算 1,035 社ベース）は、80 年度末 2,782 千人から 90 年度 2,900 千人へ 4%増加した。81～85 年度にかけて微増を続けた後、86～87 年度に一時減少し、88～90 年度に再び緩やかな増加となった。産業別にみると、電気機械器具

表 4-7 主要産業の従業員数（千人）

業種	80 年度	90 年度	差
電気機械器具	604	728	+124
輸送用機械器具	579	625	+46
化学工業	288	292	+4
鉄鋼	276	191	-85

の増加と鉄鋼の減少が目立っており、素材型からハイテク型への雇用構造のシフトが進んだ。なお、全産業の従業員数に占める製造業の割合は、80 年度 68%、90 年度 67%であった（表 4-7）。

2. 収益性

(1) ROE

製造業の ROE（自己資本税引後利益率）は、81～85 年度には 8.2～9.2%の範囲で推移した。86 年度には 5.5%の水準に低下したが、以後回復し、88～90 年度には 7.5～8.1%の水準となった(図 4-3)。

この要因として、ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、ROA は、81～85 年度には 6.8～8.3%の範囲にあり、86 年度に 5.2%に低下したが、88～90 年度は 7.1～7.5%の水準まで回復した。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は金融緩和により 80 年度から 88 年度まで年を追って低下し、ROE を押し上げた。一方、有利子負債残高構成比は自己資本の増強により趨勢的に低下し、負債レバレッジによる ROE の押し上げ効果を弱めた。後者の要因により、ROE は ROA に比較して上昇を抑制されたといえる。

主要産業の ROE の推移をみると、電気機械器具、輸送用機械器具の ROE は平均的な動きを示している。化学工業の ROE はこの間の ROA の安定した推移を反映した動きとなった。鉄鋼の ROE はこの間の業績悪化とそれに対するリストラクチャリングで ROA が変動し、高い負債比率がそれを増幅させたため大きく変動している（図 4-4）。

(2) ROA

製造業の ROA（使用総資本事業利益率）は、前述したように、80 年代を通じて 7%程度 の水準は保ったが、86 年度に 5.2%まで低下した後の回復は若干物足りないものに止まった。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、86 年度には 3.5%まで低下したが、80 年代を通じては 5～6%前後の水準で変動した。一方、経営資本回転率の推移をみると、

図4-3 製造業のROEとROA

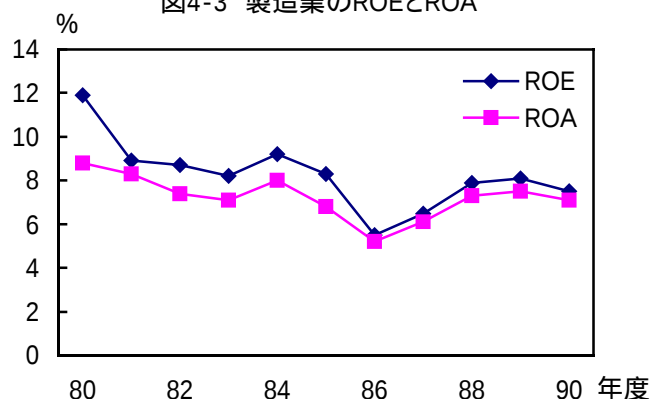
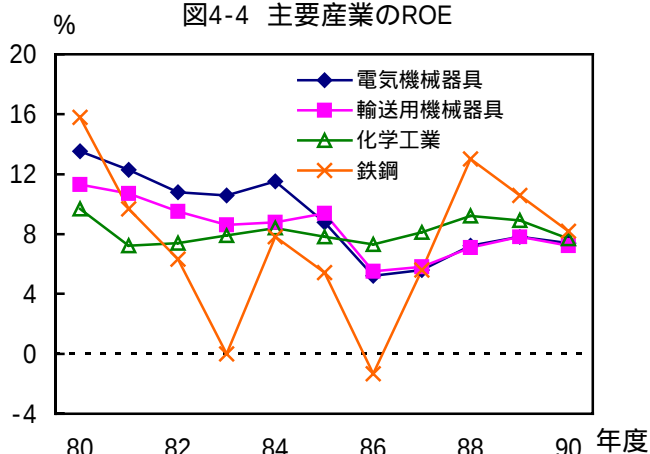


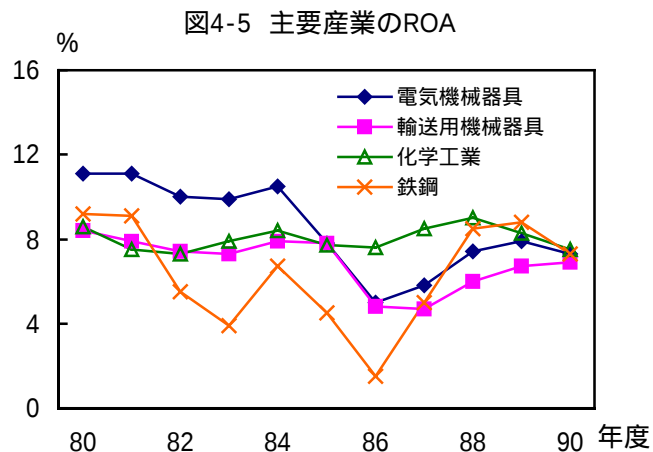
図4-4 主要産業のROE



81～85 年度まで 1.2～1.3 回前後の水準を維持したが、86 年度以降は若干下がり、1.2 回程度の水準で推移した。

他方、投融資利回りは、80 年度 7.0%から 87 年度 4.7%に趨勢的に低下し、その後 90 年度 5.7%まで回復した。また、この間、現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率は、80 年度 28%から 90 年度 37%に増加している。このため、投融資利回りは 80 年代後半において ROA を若干引き下げたとみられる。

主要産業の ROA の推移をみると、電気機械器具の ROA は 80 年代前半には輸出の好調等により高い水準を示した。輸送用機械器具の ROA は平均的な動きを示している。化学工業の ROA は景気変動にかかわらず安定した推移であった。鉄鋼の ROA はこの間の業績悪化とそれに対するリストラクチャリングで変動が激しい(図 4-5)。



(3) 売上高利益率と資産回転率

80 年代において、製造業の売上総利益率には上昇傾向が認められる一方、営業利益率は 5～6%前後の水準で変動していた。言い換えると、費用のうち販売費・一般管理費の構成比が長期的に上昇する傾向にあった。

次に、個々の資産の回転率をみると、80 年代には棚卸資産回転期間(回転率の逆数)が大幅に短縮化(回転率が上昇)した。一方、有形固定資産の回転率は低下傾向を示し、86 年度に 4.1 回まで急落した後、89 年度に 4.5 回まで回復したが 80 年代前半の 5.0 回前後には及ばなかった。なお、有形固定資産償却年率は 84 年度以降 5.1 年前後で安定し、有形固定資産償却累計率は 80 年度の 60%から 87 年度以降 65～66%の水準まで上昇(設備年齢が長期化)した。

(4) 付加価値分析

製造業の付加価値(個別決算 1,035 社ベース)は、80 年度 22 兆円から 90 年度 34 兆円へ 1.6 倍(年率 5%)の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率 1%に満たない増加であったから、付加価値生産性は年率 4%の上昇となった。付加価値生産性を労働装備率

と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 6%の極めて安定した上昇を示していたのに対し、資本生産性は年率 2%の低下となった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は円高不況時を除いて 53～56%程度の安定した推移であった。その他では、減価償却費として内部留保された額の増加（10 年間の構成比 3.4%増）利息として支払われた額の減少（10 年間の構成比 7.7%減）が目立ち、その他（利益等残余）の額は 86 年度に -1%となった後、バブル経済期には 6～8%となるなど変動が激しかった。従業員 1 人あたり人件費は、80 年度 422 万円から 90 年度 651 万円へ年率 4%増となった。

以上まとめると、製造業の付加価値は 80 年代に比較的順調な増加を示したが、その要因は労働装備率の継続的上昇にあったといえる。一方、その分配は従業員に対して相対的に手厚かったといえよう。

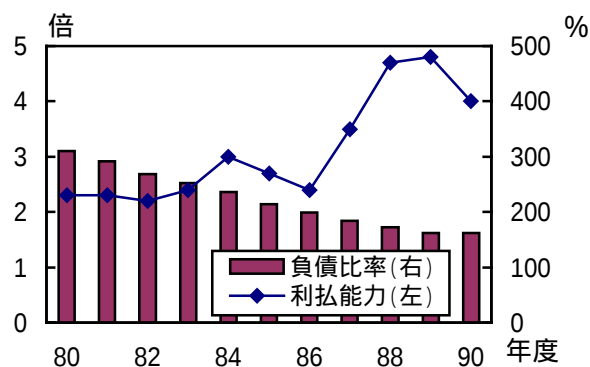
3．安全性

（1）支払能力（ソルベンシー）

製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、第 1 次オイルショック後に 1.3 倍まで大きく低下した後、次第に上昇傾向となり、80 年代前半は 2.2～3.0 倍で推移した。87 年度以降は有利子負債の減少が加速化し、ピークとなった 89 年度には 4.8 倍にまで高まった（図 4-6）。

製造業の総キャッシュフロー比率も、75 年に 7.0%まで低下した後、急速に回復し、80 年代前半は 12～15%で推移した。88 年度以降はさらに 17～18%の水準となった。

図4-6 製造業の利払能力と負債比率



一方、製造業の負債比率は 1975 年度まで上昇してきたが、それ以降は一転して低下を続け、80 年度 311%、90 年度 162%となった（図 4-6）。この間、企業は、金融資本市場の自由化を背景に、エクイティ・ファイナンスによる自己資本充実とそれによる長期借入金の圧縮を図った。ただし、80 年代後半のバブル経済期には、過剰流動性の発生を背景に利益蓄積のテンポを大きく上回る払込資本の増加も起こした。

以上をまとめると、製造業の支払能力（ソルベンシー）は、エクイティ・ファイナンス増加と金融緩和の効果により、80 年代を通じて大幅に向上したといえる。ただし、急激な自己資本の膨張は資本コストの点から将来に問題を残すこととなった。

（２）流動性・安定性

製造業の流動比率は、80年代前半に若干の上昇を示した後、80年代後半には、過剰流動性の発生を背景にして、調達資金の現預金・有価証券としての一部滞留、買入債務等決済期間の短縮化が進み、大きく改善した（89年度ピーク時153％）。一方、固定比率は、自己資本の充実により80年度から89年度まで一貫して低下し、100％の水準に近づいた。

以上から、製造業の流動性は80年代後半に高まったものの、その一部は余剰資金の一時的な運用によるものであった。他方、固定資金調達の安定性はこの時期飛躍的に高まったといえる。

４．利益処分

配当性向は、70年代後半以降、株式発行の支配的な方法が額面から時価へ大きく転換して行くとともに低下を始め、79年度には初めて30％を割った。その後、エクイティを利用した資金調達に際しては、株主への利益還元をすすめる自主ルールが定められ、80年代には一時、配当性向の上昇がみられたが、88年度以降は再び30％程度に低下した。

80年代では、製造業においても前述したようにROEの低下がみられ、その中で配当負担を抑え内部留保を少しでも確保する方向が顕著であり、また株価の上昇がそれを容認したといえる。（以下次頁）

．非製造業

１．実数分析

（１）損益の推移

非製造業の売上高（個別決算473社ベース）は、80年度133.5兆円から90年度224.1兆円へ10年間で1.7倍となった。一方、非製造業の営業利益は80年度4.9兆円から90年度6.4兆円へ10年間で1.3倍、受取利息・配当金は1.5兆円から3.5兆円へ2.3倍、支払利息は3.5兆円から5.6兆円へ1.6倍となった。これらの結果、非製造業の税引後利益は80年度1.2兆円から90年度2.0兆円へ10年間で1.6倍となった。

全産業に占める非製造業の割合は、売上高では 80 年度 56%、90 年度 58%であり、営業利益では 80 年度、90 年度ともに 43%、税引後利益では、80 年度 33%、90 年度 29%であった。また、90 年度における営業利益の対売上高比は 3%、税引後利益の対売上高比は 1%であった。

非製造業合計の損益に対する主要業種の構成比をみると、卸売業は特異な業態であるといえる。すなわち、卸売業は売上高シェアが 66%と非常に大きく、営業利益率は 1%未満と非常に低く、かつ 70 年代後半以降は常に受取利息配当金が営業利益を上回っていた。80 年代売上高伸び率では建設業が高かった。

税引後利益では主要業種がシェアを競うが、80 年代伸び率では建設業、小売業が高い伸びを示した（表 4-8）。

表 4-8 非製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	80 年度	90 年度	80 年度	90 年度
建設業	10%	13%	16%	31%
卸売業	66%	66%	12%	14%
小売業	7%	7%	11%	15%
運輸業	5%	5%	9%	10%
電気業	8%	6%	41%	15%

80 年代の非製造業の損益を通してみると、売上高は後半のバブル経済期に急速に増加したが、固定費の増加も大きく、営業利益の伸びは抑えられた。しかし、

同じくバブル経済期に一部の業種で財テク等による受取利息・配当金の増加があり、それが税引後利益を押し上げた。

（２）資金運用の推移

非製造業 1 社あたり平均の固定資金需要は、81～84 年度まで有形固定資産（年 90～100 億円程度）と投資その他の資産（年 10～16 億円程度）で年 110 億円前後であった。

ところが、85 年度以降、内需拡大、金融の自由化・大幅緩和によって、非製造業においても株価上昇を背景に時価発行増資、転換社債発行等が盛んとなり、それらの資金が土地先行取得を含む有形固定資産と投融資に振り向けられた。88 年度以降には、固定資金需要の規模は一段と拡大（年 170～220 億円程度）するとともに調達手段も長短借入金に拡大し、また調達資金の一部は現預金・有価証券に滞留していわゆる財テク資金として運用された。

このような資金運用は卸売業において最も特徴的にみられた。卸売業では 85 年度以降投資その他の資産が、87 年度以降現預金・有価証券が急激に増加した。また、建設業では投資その他の資産の増加、小売業では有形固定資産の増加の動きが顕著であった。一方、公益事業の性格の強い電気業、運輸業ではそれほど目立った動きはみられなかった。

(3) 資産、負債の推移

非製造業の資産合計（個別決算 473 社ベース）は、80 年度 81 兆円から 90 年度 165 兆円へ 10 年間で 2.0 倍となった。全産業の資産合計に占める非製造業の割合は、80 年度 47%、90 年度 49%であった。同じく、負債合計は 80 年度 70 兆円から 90 年度 135 兆円へ 1.9 倍、資本合計は 11 兆円から 30 兆円へ 2.7 倍となった。

資産合計に対する構成比は、80 年度では流動資産 57%、固定資産 43%であり、90 年度では流動資産 54%、固定資産 46%であった。ただし、固定資産の構成比を産業別に比較すると表 4-9 のとおりで、非製造業には建設業、卸売業のように固定資産の割合が非常に低い業種と電気業、運輸業のように非常に高い業種が混在していることに注意が必要である。また、80 年代には固定資産比率の上昇が各業種でみられたが、中でも卸売業の投融資が顕著に増加し、固定資産比率を押し上げている。卸売業では流動資産中の有価証券を含めると 70 年代後半以降、資産に占める投融資部分の比重が増加している。

一方、負債・資本の構成比は、80 年度では負債 86%、資本 14%であり、90 年度では負債 82%、資本 18%であった。自己資本の構成比を産業別に比較すると表 4-10 のとおりで、製造業に比べると低い業種が多い。ただし、小売業、運輸業では 80 年代に顕著な自己資本比率の上昇がみられた。このように、非製造業の負債割合は 80 年代に 4 ポイント減少したが、それには買入債務等無利子負債の減少による寄与が大きく、有利子負債については、表 4-11 のとおり卸売業の増加による影響が大きく、むしろ 1 ポイント増加であった。

(4) 従業員数の推移

非製造業の従業員数（個別決算 473 社ベース）は、80 年度末 1,317 千人から 90 年度 1,447 千人へ 10%、130 千人増加した。全産業の従業員数に占める非製造業の割合は、80 年度 32%、90 年度 33%であった。産業別にみると、小売業の伸びが際立っており、建設業がそれに続いている（表 4-12）。この時期、

表 4-9 固定資産の構成比率

業種	80 年度	90 年度	差
建設業	15%	19%	+ 4%
卸売業	15%	23%	+ 8%
小売業	54%	55%	+ 1%
運輸業	62%	67%	+ 5%
電気業	90%	95%	+ 5%

表 4-10 自己資本の構成比率

業種	80 年度	90 年度	差
建設業	16%	19%	+ 3%
卸売業	7%	10%	+ 3%
小売業	27%	37%	+ 10%
運輸業	15%	23%	+ 8%
電気業	15%	17%	+ 2%

表 4-11 有利子負債の構成比率

業種	80 年度	90 年度	差
建設業	26%	24%	- 2%
卸売業	39%	53%	+ 14%
小売業	43%	37%	- 6%
運輸業	63%	57%	- 6%
電気業	73%	70%	- 3%

表 4-12 主要産業の従業員数（千人）

業種	80 年度	90 年度	差
建設業	301	321	+ 20
卸売業	151	156	+ 5
小売業	278	368	+ 90
運輸業	341	351	+ 10
電気業	135	134	- 1

製造業では労働装備率が上昇し雇用は微増に止まったが、非製造業では雇用の増加が続いた。

2. 収益性

(1) ROE

非製造業の ROE (自己資本税引後利益率) は、81~87 年度には 7.9~8.9% の範囲で推移したが、88 年度以降低下傾向となり、90 年度には 6.7% となった(図 4-7)。

この要因として、ROA (使用総資本事業利益率) の動きをみると、ROA は、81~86 年度には 6.3~6.8% の範囲にあり、87~90 年度は 5.8~6.1% に若干低下した。

次に、負債および利率の動きであるが、利子対有利子負債比率は金融緩和により 80 年度から 88 年度まで低下したが、金融引締めにより 89 年度から反転した。一方、有利子負債残高は、製造業の場合と異なり、80 年代を通して構成比を維持した。このため 89 年度以降は利率の反転がそのまま、ROE を低下させる結果となった。

主要産業の ROE の推移をみると、建設業の ROE は 80 年代前半には公共投資抑制の影響で ROA とともに低下、後半には内需拡大、工事利益率好転により ROA とともに上昇した。卸売業の ROE は、80 年代を通して有利子負債が大きく増加したことが影響し、89 年度からの金利上昇により大幅に低下した。小売業の ROE は安定した推移であった。運輸業の ROE は、83、85、86 年度に海運の市況悪化、航空の需要低迷等による ROA の低下に伴い大幅に低下した。また、90 年度には湾岸戦争の影響等から航空の ROA が低下し、ROE の低下につながった。電気業の ROE は、80 年度に第 2 次オイルショック後の料金値上げ、86 年度に円高による燃料費(原油価格)低下、87~89 年度に円高差益還元の料金値下げ等による ROA の変動をそのまま受け、大きく上下し、かつ低下傾向を示した(図 4-8)。

図4-7 非製造業のROEとROA

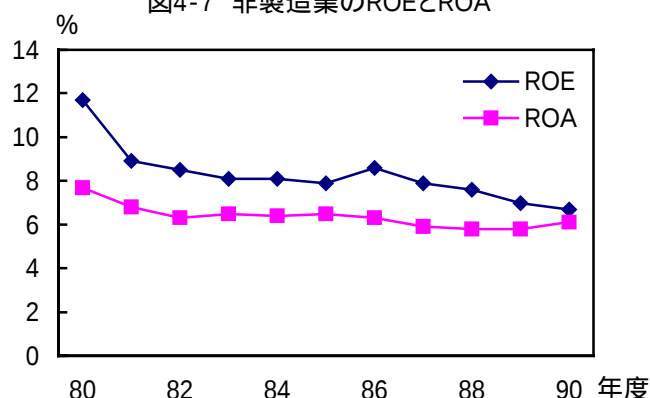
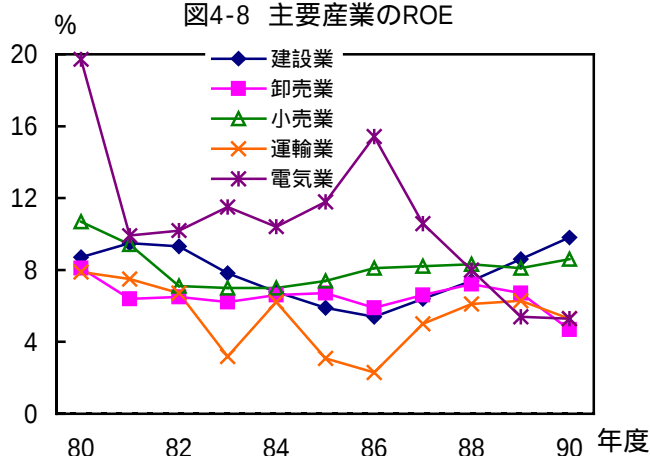


図4-8 主要産業のROE



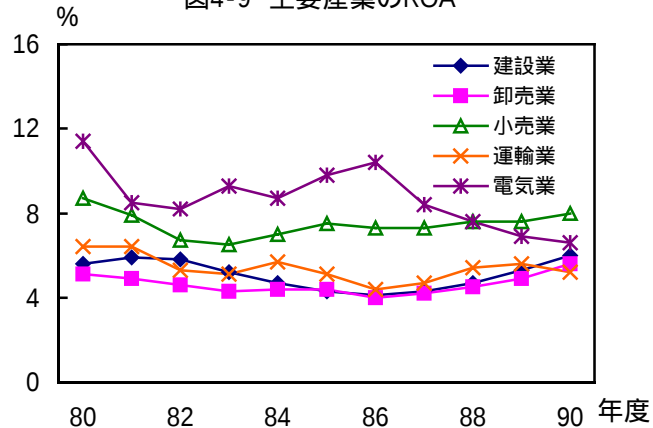
(2) R O A

非製造業の R O A (使用総資本事業利益率) は、前述したように、80 年代を通じて 6 ~ 7 % 程度の水準を保ったが、87 年度以降に若干の低下がみられた。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、3 % 前後で安定しており、89 年度に低下したのは売上規模の巨大な卸売業で売上高および売上原価が一時的に急拡大した影響であろう。一方、経営資本回転率の推移においては 87 年度以降低下がみられるが、これは電気業、運輸業等において設備投資が活発に行われたことと、卸売業等において手元資金が増加した一方で、売上高がさほど伸びず、特に電気業においては料金値下げが影響したためとみられる。

他方、投融資利回りは、利子率に歩調を合わせて、88 年度 5.4 % まで継続して低下し、89 年度から反転した。現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率は、80 年度 23 % から 90 年度 31 % に増加しており、80 年代後半においては投融資利回りの R O A への影響も大きい。

図4-9 主要産業のROA



主要産業の R O A の推移をみると、電気業の R O A は、80 年代前半では料金認可制のもとで高い水準にあったが、政府の景気対策、内需拡大政策等の要請を受け、巨額の設備投資を続行し、他方で料金値下げを行った結果、80 年代後半には低下を続けた。小売業の R O A は堅調な消費に支えられ比較的高水準で推移した。建設業の R O A は 80 年代後半に伸びがみられた (図 4-9)。

(3) 付加価値分析

非製造業の付加価値 (個別決算 473 社ベース) は、80 年度 16 兆円から 90 年度 25 兆円へ 1.6 倍 (年率 5 %) の増加となった。一方、従業員数は、この間、年率 1 % の増加であったから、付加価値生産性は年率 4 % の上昇となった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 6 % の上昇を示したのに対し、資本生産性は

年率 2%の低下となった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は 44～46%程度の安定した推移であった。また、従業員 1 人あたり人件費は、80 年度 524 万円から 90 年度 792 万円へ年率 4%増となった。

付加価値生産性を産業別にみると、労働装備率の違い等によってその水準は大きく異なるが、80 年代伸び率においては建設業、電気業の躍進が目立った（表 4-13）。

表 4-13 主要産業の付加価値生産性
（百万円 / 人）

業種	80 年度	90 年度	比
建設業	10.1	18.7	1.9 倍
卸売業	11.4	15.7	1.4 倍
小売業	5.7	7.8	1.4 倍
運輸業	10.6	14.8	1.4 倍
電気業	31.0	48.2	1.6 倍

3 . 安全性

（ 1 ）支払能力（ソルベンシー）

非製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、86 年度以降に一時向上したが、88 年度をピークに再び下降した（図 4-10）。ただし、産業別にみると、電気業の 87 年度以降の低下が著しい。

非製造業の総キャッシュフロー比率も、85、86 年度に一時上昇したが、以後低下傾向となった。

この指標では、卸売業の 89 年度以降の低下が目立っている。

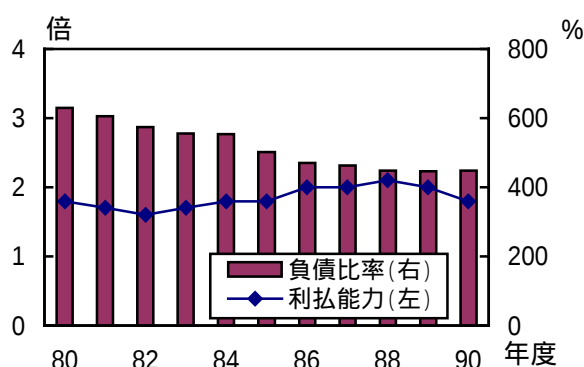
一方、非製造業の負債比率は 1979 年度をピークとして 89 年度まで低下を続けたが、90 年度にはわずかに上昇した（図 4-10）。この間、非製造業の企業も、金融資本市場の自由化を背景に、エクイティ・ファイナンスによる自己資本充実を図ったが、有利子負債の圧縮にまで至った非製造業は少なかった。

以上をまとめると、非製造業の支払能力（ソルベンシー）は、エクイティ・ファイナンス増加と金融緩和の効果により、88 年度頃までは向上したといえるが、有利子負債の圧縮にまでは至らなかったため、89 年度以降の金融引締めにより再び低下することとなった。

（ 2 ）流動性・安定性

非製造業の流動比率は、86 年度まで低位で推移したが、87 年度以降、現預金・有価証券の積み増ししないし運用が増加し、若干上昇した。ただし、電気業では円高差益の還元等により徐々に手持ち資金を取り崩したため、流動比率は 80 年代を通して大きく低下した。一方、非製造業の固定比率は、自己資本の充実により徐々に低下を続けたが、水準としては

図4-10 非製造業の利払能力と負債比率



依然として高い。

以上から、非製造業の流動性は 80 年代後半に高まったとはいえ、一部の業種ではむしろ低下した。他方、固定資金調達の安定性は若干高まったといえる。

4 . 利益処分

非製造業の配当性向は、80 年代前半の 46 ~ 49 % から、80 年代後半には 40 ~ 42 % に低下した。

80 年代には非製造業でも株価の継続的上昇が起こり、ただでさえ低い ROE のもとで、配当負担を抑え内部留保を少しでも確保する方向が顕著であったといえる。(以下次頁)

第4部 1990年代

・経済概観

1991年度に入り、バブル経済は急速な収縮に向かい、設備投資は頭打ちとなり、住宅投資は減少に転じ、消費も逆資産効果で伸び悩んだ。92年度には、設備投資も減少となり、過剰在庫による生産調整が広がった。従来の景気後退局面と異なり、非製造業もバブル経済の反動が大きく景気下支え役を果たすことはできず、経済全般に不況色が濃く出てきた。バブル経済の崩壊である。92年8月には総合経済対策が決定されたが、効果は一時的だった。93年度は、夏からの急激な円高で製造業が深刻な影響を受け、非製造業でもストック調整が本格化してきた。このため、消費は一段と低迷し、一方で輸入が急増、ディスインフレ、価格破壊が進行した。

94年度になって、住宅投資、公共投資拡大による浮揚効果や、価格低下による実質消費の伸びで経済は若干上向いた。製造業は稼働率が改善してやや持ち直したが、非製造業は地価の続落が足を引っ張った。95年度には、ついに80円を切る超円高となり、円高対策として公定歩合は0.5%まで引き下げられ、大型財政支出も次々と繰り出された。それらの効果で、95年度後半には企業収益もやや改善し、設備投資にも復調の兆しが見えた。政府もこの機を捉え、経済、財政などの構造改革を推進し、新たな成長の基盤を築こうとした。

しかし、97年度に入ると、消費税引き上げの影響等で景気は再び足踏みし、秋にはアジア通貨危機、国内金融機関破綻も加わって、デフレの進行の下での深刻な不況に陥った。これに対し政府・日銀は、財政金融の両面から思い切ったてこ入れを続け、99年度には回復の兆しが見えた。しかし、もはや財政金融政策も手詰まりの状態となっており、2000年度後半には早くも景気の陰りが見え始めた。97年度以降、このような日本経済の危機的状況に対し、多くの企業が思い切った荒療治を行い、バブル経済の後遺症を断ち切ろうと努力した。

以上、1990年代のわが国経済は、巨額の財政出動によりバブル経済の後遺症からの立ち直りを図ったが、円高や金融危機など次々と起こる事態に翻弄され、新たな成長産業も見出すことが出来ず、マイナス成長を余儀なくされた。90年代後半には、企業は思い切った出血により事業の再構築を目ざす以外に道はなかったといえよう。

この10年間の景気局面は以下のとおりである。

景気後退局面	1991年4月～1993年10月
景気回復局面	1993年10月～1997年3月
景気後退局面	1997年3月～1999年4月
景気回復局面	1999年4月～

・全産業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

全産業の損益合計（個別決算 1,812 社ベース）は、表 5-1 のとおりである。売上高は、2 度の不況期に大きく減少し、90 年代を通して 2 割減となった。ただし、バブル期に名目的売上げが膨らみその後縮小した卸売業を除くと、ほぼ横ばいであった。

営業利益は、固定費のレバレッジ効果により売上高以上に変動し、不況期の減益が目立った。税引後利益

は、さらに負債のレバレッジ効果と 90 年代後半の特別損失増加により、落ち込みが大きくなった。

これを 2000 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 1,879 億円、営業利益 77 億円（対売上高比 4%）、税引後利益 13 億円（同 1%）となる。

売上高は、景気の変動に合わせて 92、93 年度に減少した（年率 - 4%）後、94～97 年度にかけては横ばいを続け、98、99 年度に再び減少（年率 - 7%）、2000 年度に横ばいとなった。

営業利益は 91～93 年度では売上減少に伴う固定費負担増により大幅減少し（年率 - 15%）、94～96 年度では売上原価率の低減により回復（年率 + 10%）、97、98 年度に売上減少により再び減少し（年率 - 13%）、99、2000 年度では売上原価率のさらなる低減により再び回復した（年率 + 15%）。ただし、99 年 3 月期決算から会計基準の変更があり、従来営業費用とされていた事業税の大部分が税引前利益からの控除に変わった。したがって、98 年度以降の営業利益は、従来の基準では公表値を若干下回る。受取利息・配当金は 91～95 年度まで減少した後、ほぼ横ばいとなった。

他方、金利は 91 年 7 月の公定歩合引き下げ以降、継続的に低下し、支払利息は 92 年度から毎年、絶対額で減少した。さらに、90 年代の特徴として、固定資産処分損等の特別損失が増加傾向となり、最終損益を圧迫している点がある。特別損失の内訳としては、有形固定資産処分損、投資有価証券等の売却損・評価損のほか、多様な臨時的損失が含まれる。集計財務データでは、これらの多様な臨時的損失の内訳をつかむことができないが、関連事業損失、特別退職金、過去勤務債務償却費用などがここに含まれる。93 年度以降顕著な増加を示した特別損失の増加分の多くはこれら固定資産処分、関連事業損失、特別退職金に代表されるリストラクチャリング費用であると想定される。

表 5-1 90 年代の損益

区分	90 年度	2000 年度	比
売上高	(264) 415 兆円	(262) 340 兆円	(1.0) 0.8 倍
営業利益	(16) 17 兆円	(14) 14 兆円	(0.9) 0.8 倍
受取利息・配当金	(5) 7 兆円	(2) 2 兆円	(0.4) 0.3 倍
支払利息	(7) 9 兆円	(3) 3 兆円	(0.5) 0.4 倍
税引後利益	(7) 8 兆円	(2) 2 兆円	(0.3) 0.3 倍

（注）（ ）内は卸売業を除く合計

これらの結果として、税引後利益は 92、93 年度にかけて急激に減少した（年率 - 30%）後、94 年度は横ばいとなり、95、96 年度に一時増加したが、97～99 年度に再び大幅に減少し（年率 - 58%）、2000 年度でもわずかに回復するにとどまった。

一方、配当金は多くの企業が安定配当を維持したため、配当性向は急激に高まった。この結果、社内留保（税引後利益 - 配当金 - 役員賞与）も 90 年代では大きく落ち込み、全産業計では 98 年度以降マイナスとなった。

90 年度の損益を通してみると、売上高は 92、93 年度および 98、99 年度の 2 度にわたり減少するなどマイナス成長の基調となり、通期で 0.8 倍に止まった。営業利益も通期で 0.8 倍と減少にはなったが、原価低減努力により、利益率としては横ばいを維持した。支払利息は金利低下により大幅に減少したが、リストラ等による特別損失が大きく増加したため、税引後利益は通期で 0.3 倍と激減した。

なお、特殊要因として、99 年 7 月に日本電信電話（NTT）が改正独占禁止法（97 年 12 月）に基づき、事業会社から純粋持ち株会社に移行し、通信・情報産業における 99、2000 年度の売上高、営業利益、受取利息・配当金に大きな変動をもたらしたが、全産業ベースの損益への影響は微小である（NTT 本体の売上高は 98 年度 6.1 兆円、99 年度 1.7 兆円、2000 年度 0.3 兆円）。

（2）資金運用の推移

この 10 年間における固定資金の需要は低調に推移し、資金の大半が内部資金で賄われる展開となった。91～94 年度では、設備投資、投融資ともに大きく減退し、固定資金の需要合計額（個別決算 1,812 社ベース）は年 26 兆円から 17 兆円へ、うち有形固定資産の資金需要額は年 22 兆円から 14 兆円へ縮小した。運転資本は 91 年度を除いて増減ゼロに近い状態で推移した。これに対して、内部資金も減少したが、減価償却費を中心に 22 兆円から 16 兆円の規模は維持したので、外部からの調達大幅に縮小した。95～97 年度には、固定資金の需要額は年 18～20 兆円の推移となり、内部資金はむしろそれを上回り、差額は有利子負債の返済に回った。ただし、97 年度では期後半に金融不安が発生し利益が急減、内部資金は 17 兆円に減少したため、不足資金は現預金の取り崩しで賄った。

98～2000 年度の資金運用は、新会計基準導入および前述の NTT 持ち株会社化により複雑な影響を受けた。98 年度からの税効果会計の導入は繰延税金資産の新たな計上を必要とし、投資その他の資産の一時的増加（主として 98、99 年度）と税引後利益増加をもたらした。また、2000 年度からの金融商品の時価会計導入は、投資有価証券の評価増と流動資産中の有価証券を投資有価証券に組替える動きを引き起こした。他方、NTT の持ち株会社化は、概算で 99 年度に有形固定資産 - 9 兆円、投資その他の資産 + 6 兆円、内部資金 - 3 兆円の影響を、2000 年度に有形固定資産 - 1 兆円、内部資金 - 1 兆円の影響を与えたとみられる。これらの要因を除外した 98～2000 年度の実質的な資金運用は、資金需要については有形固定資産 13 兆円程度、投資その他の資産 6 兆円程度で横ばいであった。一方、資金源

泉は、98 年度は不況深刻化で内部資金が 13 兆円まで減少、長期借入金等に頼ったが、99 年度から利益が回復し、内部資金は 99 年度 19 兆円、2000 年度 23 兆円となり、差額を社債の償還等に充当した。

以下、90 年代の資金運用を 1 社あたり平均の額でみる。

1 社あたり平均の固定資金需要の規模は、バブル崩壊により急減し、93 年度以降では実質的に年 100 億円前後で推移した。このうち、有形固定資産の資金需要は 94 年度 79 億円に低下後、96 年度 85 億円まで若干回復したが、97 年不況により再び低下、99 年景気回復後も実質 70 億円程度で低迷している。一方、投資その他の資産（関係会社投融資、持ち合い株式等）の資金需要は 92 年度 11 億円を底にして徐々に増加、96 年度 18 億円となり、98 年度以降は実質 30 億円程度であった。ただし、これには利益確保のための有価証券売却・買戻しによる簿価増が相当程度含まれているものとみられる。

これに対して、1 社あたり平均の内部資金（社内留保、減価償却費、引当金増加額）は、93、94 年度各 91 億円を底として 96 年度 109 億円まで増加、98 年度 74 億円まで再び低下後回復し、2000 年度には実質 120 億円以上となった。資本金・資本準備金の純調達額は年 2～8 億円と低調であった。社債の純調達額は、92 年度まではプラスであったが、93 年度以降転換社債等の償還が発行を上回りマイナス基調となった。長期借入金は好況時には返済が進み、不況時には増加するパターンを繰り返した。

以上、90 年代の資金運用は、内部資金が増減を繰り返し潤沢とはいえない展開であったが、設備投資が振るわず、投融資も後ろ向きの需要が中心で、全体として動きに乏しく、自己資本も有利子負債も横ばい傾向であった。

（３）資産、負債の推移

全産業の資産合計（個別決算 1,812 社ベース）は、90 年度 368 兆円から 2000 年度 391 兆円へ 10 年間で 6% の増加に止まった。このうち流動資産は 203 兆円から 157 兆円へ 22% の減少、固定資産は 165 兆円から 234 兆円へ 42% の増加となった。

表 5-2 資産合計に対する構成比

区分	90 年度	2000 年度	差
現預金・有価証券	18%	8%	- 10%
売上債権	20%	17%	- 3%
棚卸資産	12%	9%	- 3%
有形固定資産	29%	32%	+ 3%
投資その他の資産	15%	26%	+ 11%

資産合計に対する構成比は、90 年度の流動資産 55%、固定資産 45% から、2000 年度では流動資産 40%、固定資産 60% と大きく変化した。そのうち主なものは表 5-2 のとおりである。

一方、全産業の負債合計は 90 年度 258 兆円から 2000 年度 249 兆円へ 10 年間で 3%の減少となり、全産業の資本合計は同じく 110 兆円から 142 兆円へ 29%の増加となった。

負債・資本の構成比は、90 年度では負債 70%、資本 30%であり、2000 年度では負債 64%、資本 36%であった。

そのうち主なものは表 5-3 のとおりである。

表 5-3 負債・資本合計に対する構成比

区分	90 年度	2000 年度	差
買入債務	17%	13%	- 4%
短期借入金	11%	7%	- 4%
社債	14%	14%	-
長期借入金	11%	12%	+ 1%
資本金・資本準備金	16%	17%	+ 1%
利益準備金・剰余金	14%	19%	+ 5%

このうち、固定資産の推移をみると、有形固定資産は 90 年代平均では年率 2%増であったが、伸び率は徐々に低下し、97 年度以降は NTT の減少分を戻すと実質横ばいであった。一方、投資その他の資産は 91～97 年度では年率 3%増であったが、98 年度以降買戻しによる簿価増、流動資産からの振替増等により急増した。

流動資産の推移では、現預金・有価証券が 90 年代を通じて大幅に減少した。これは、バブル経済期にいわゆる財テクにより運用された資金の取り崩しが進み、また一部は前述のとおり投資有価証券に振替わったためである。売上債権、棚卸資産は売上高の減少に伴う減少である。

一方、負債の推移をみると、90 年代では株価の下落とともにエクイティ・ファイナンスが影をひそめ、社債、長期借入金とともに概ね横ばいであった。短期借入金も 80 年代の増加傾向から一転して横ばいとなり、特に安定性選好の強まった 97 年度以降は減少した。買入債務も仕入高の減少に伴って減少した。また、2000 年度には新会計基準による退職給付引当金の計上が始まった。

資本の推移では、資本金、資本準備金ともに年率 1～2%増と一貫して低い伸びとなった。一方、利益準備金・剰余金は 91～96 年度にかけては年率 4%増となり、97～98 年度は利益急減により横ばいとなった。99～2000 年度では、利益は低位だが、特別法に基づく土地の評価差額金の計上や新会計基準に基づく持ち合い株式等評価差額金の前倒し計上により年率 6%増と増加した。

以上みたように、90 年代は流動資産の縮小が続く中で、固定資産のウェイトが急速に高まり、資金の固定化が進んだ。一方、負債割合は 6 ポイント減少したが、有利子負債残高は横ばいであり、資本の増加についても一部に評価増による部分を含むなど、財務内容は必ずしも改善されたとはいえない。

(4) 従業員数の推移

全産業の従業員数（個別決算 1,812 社ベース）は、90 年度末 5,097 千人から 2000 年度末 4,329 千人へ 15%（年率 1.6%）の減少となった。ただし、この数字には NTT 持ち株会社化による従業員数減（99 年 3 月末 137 千人、2000 年 3 月末 3 千人）の影響があり、こ

の減少分を加算すると 12%（年率 1.1%）の減少となる。

2．収益性

（１）ROE

ROE（自己資本税引後利益率）は、バブル崩壊後、80年代の水準（6～9%）からさらに低下を続け、93、94年度には2.8%にまで低下したが、95、96年度には4%前後まで回復した。しかし、97年不況の谷は深く、先延ばしして来た余剰設備、余剰人員の処理を行わざるを得ず、経常利益の減少に特別損失の増加が加わり、98～2000年度のROEは0.3～1.7%の低水準となった（図5-1）。

この要因として、ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、ROAは、93年度まで急低下した後、94～97年度は4%前後で推移し、98年度に再び低下した後、4%前後まで回復している。なお、ROAに関しては、前述した事業税計上区分の変更措置のため、98年度以降の数値について従来の基準に比べ若干高めとなっている。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は、バブル経済末期の金融引締めで90年度に6.4%に達した後、連続的な金融緩和により一貫して低下を続け、2000年度では2.3%となった。その間の有利子負債残高構成比には大きな変化はなかった。このため、金利水準の低下はそのまま、ROEの押し上げ要因となった。

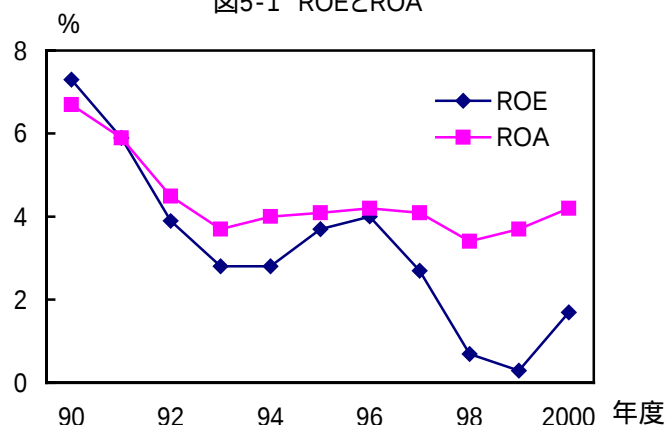
しかし、97年度以降、特別損失の発生が最終損益を押し下げた効果はより大きく、ROEはROAから乖離して低下した。加えて、90年代も自己資本構成比の上昇が進み、負債比率は継続的に低下し、ROEの押し下げ要因となった（90年度と2000年度を比較した負債比率の水準の変化は年率で-3%）。

以上をまとめると、90年代のROEは、前半はROAの急激な低下に伴い低下したが、後半はROAが横ばい傾向で推移したにもかかわらずさらに低下した。その要因は、バブル経済期における負の遺産の処理に加えて、自己資本の膨張による負債レバレッジのマイナスの効果（負債比率の低下）であるといえる。

（２）ROA

ROA（使用総資本事業利益率）は、前述したように、93年度まで急低下した後、94～97年度は4%前後で推移し、98年度に再び低下した後、4%前後まで回復している（図5-1）。

図5-1 ROEとROA



この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、不況期の 93 年度と 98 年度に大きく低下したが、いずれも早期に回復し、2000 年度では 90 年度と同じ 4%前後の水準となった。

一方、経営資本回転率の推移をみると、こちらも 93 年度に大きく低下した後、なかなか回復できないまま 98 年度に再び低下した。しかし、その後は資産の圧縮が一段と進み、2000 年度ではなお 97 年度以前に及ばないものの 1.2 回前後の水準に回復した。93 年度も急速な円高が進行した年であり、86 年度の円高不況時と同様に、回転率に関して不連続な変化の年であった。

他方、投融資利回りは、90 年度 6.2%から 96 年度 2.1%まで趨勢的に低下し、その後 2000 年度まで 2%前後の水準に止まった(90 年度と 2000 年度を比較した水準の変化は年率で -11%)。また、この間、現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率はほぼ横ばいであった。このため、投融資利回りは 90 年代後半において ROA を大きく引き下げたとみられる。

以上から、90 年代の ROA は、バブル崩壊により売上高利益率および回転率の落ち込みを招き大きく低下したが、事業再構築等企業の必死の努力による売上高利益率および回転率の向上が図られた結果、90 年代後半には投融資利回り低下という押し下げ要因が強まったにもかかわらず、厳しい環境の中で何とか下げ止まったといえる。

(3) 売上高利益率と資産回転率

90 年代においても、費用のうち販売費・一般管理費の構成比は上昇傾向にあり、それを売上総利益率の向上でカバーすることにより、営業利益率を維持してきた(全産業の売上総利益率 90 年度 14.7%、2000 年度 17.7%、全産業の営業利益率 90 年度 4.1%、2000 年度 4.1%)。

次に、個々の資産に区分してその回転率(指標としては回転期間 = 回転率の逆数)をみると、売上債権(割引前)、棚卸資産の回転期間は、ともに 98 年度まで若干長く(回転率が低く)なる傾向がみられたが、99 年度以降は短くなる傾向がうかがえる。

一方、有形固定資産の回転率は、99 年度まで継続して低下したが、これも 2000 年度には若干上昇した。なお、有形固定資産償却累計率は 80 年代から引き続き 90 年代も設備年齢が長期化し、趨勢的に上昇してきている(90 年度 59%から 2000 年度 66%まで上昇)。

(4) 付加価値分析

全産業の付加価値(個別決算 1,812 社ベース)は、90 年度 68 兆円から 2000 年度 64 兆円へ 7%の減少となった。一方、従業員数は、この間、15%の減少であった。ただし、NTT 持ち株会社化の減少分として 2000 年度に付加価値 4 兆円、従業員数 134 千人を加算すると、対 90 年度でそれぞれ横ばい、12%減となる。いずれにしても、付加価値生産性は年率にし

て1%の上昇となった。

付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率4%の上昇を示したのに対し、資本生産性は年率3%の低下であった。ただし、労働装備率の上昇には従業員数の減少による部分が大きく、有形固定資産額の増加率としては2%に留まった。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は不況時に53～55%、その他の時期に51～53%前後の推移であった。減価償却費として内部留保された額も17～19%と安定した推移であった。一方、利息として支払われた額は大幅な減少（10年間の構成比8%減）となり、その分はその他へ回った計算となるが、利益としての残余はわずかで、その多くが特別損失として費消された。なお、98年度以降租税公課の構成比が5ポイント程度低下しているが、これは、税効果会計導入に伴う規則変更により、それまで一般管理費に含まれていた事業税の大部分が法人税等と同じ表示区分に移行し、その分がその他へ回ったためである。

人件費については、従業員1人あたり人件費指標がより直接的に推移を示している（90年度681万円から2000年度762万円へ年率1%増）。

以上の分析から、90年代の付加価値はそれまでの持続的拡大に歯止めがかかったが、その要因をみると、資本生産性の低下傾向が続く中で、労働装備率の上昇率も80年代に比べて低下し、従業員数も減少傾向を強めており、上場企業の活動水準が停滞した結果といえる。付加価値の分配についても、バブル経済期における負の遺産の処理費用に食われ、人件費については比率を維持した一方で、残余の利益は極めて低い水準で推移したといえよう。

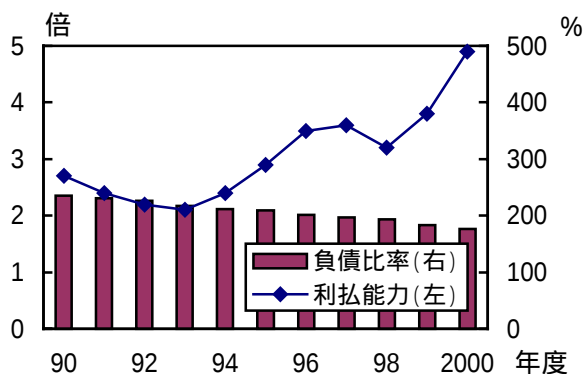
ただし、留意すべき点として、第一に、企業は需要構造の変化、事業の国際化等に対応して関係会社の展開を拡大して来ており、親会社単独の付加価値に対するグループ全体の付加価値の比重が高まっている可能性が高い。さらに、NTTを突破口とした親会社の持ち株会社化が近い将来において進展する可能性も高い。第二に、この分析では10年単位で顔を固定しているため、近年のように産業構造の変化スピードが早まっている時期には、たとえばNTTドコモのような期途中に上場した会社の寄与を見落としてしまう。これらの意味では今日、個別（単独）決算データのみの分析に限界が見えてきたといえる。とはいえ、連結決算データも新会計基準導入で十分に近い内容とはなったが、それですべて代替できるというわけではない。

3. 安全性

（1）支払能力（ソルベンシー）

利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、91～93年度には金融

図5-2 利払能力と負債比率



緩和による金利低下にもかかわらず、事業利益の減少により 2.1 倍まで低下した。94 年度に事業利益増加と金利低下が重なると上昇基調となり、2000 年度には 4.9 倍に達した（図 5-2）。ただし、97 年度以降は特別損失が大幅に増加しており、真の利払能力は相当割り引いてみる必要がある。

総キャッシュフロー比率も、91～93 年度には低下を続けたが、95～97 年度には 10% の水準まで戻した。しかし、98 年度以降は再び 10% 水準を割り込んだ。この指標は利払能力と違って内部留保額を用いているため、97 年度以降も実態を表しているといえる。すなわち、97 年度以降はデフレの進行と利益率低迷により有利子負債が再び重荷となってきたことを示している。

一方、負債比率は 90 年代も一貫して低下を続け、90 年度 235% から 2000 年度 176% となった（図 5-2）。この要因を大きくとらえれば、日本企業がバブル崩壊および金融不安発生等の新たなリスクに直面し、一層の負債削減に走ったことである。それへの対応として、企業は、90 年代において、資産および負債の全体的な圧縮を一段と進め、少ない社内留保利益でも相対的に自己資本充実が図られるよう努めた。しかし、この結果は、負債によるレバレッジ効果を損ない、ROE の大幅な低下となって現れた。

このように、90 年代における負債比率の低下は、支払能力（ソルベンシー）の観点からは引き続き改善をもたらしたが、負債によるレバレッジの利用の観点からは逆行する結果となり、バブル経済期における負の遺産の増大とともに、株主の期待を裏切るものであったといえる。

以上をまとめると、支払能力（ソルベンシー）は、90 年代を通じて一応は向上したといえようが、資産および負債の全体的な圧縮の中で、自己資本が相対的に拡大した結果でもあり、株主の期待利益を犠牲にしてまで達成すべき課題であったのかどうか、疑問の残るところである。

（２）流動性・安定性

流動比率は、80 年代後半以降 120% 台を維持してきたが、2000 年度には 116% に急落した。これは 2000 年度に金融商品の時価会計が導入されるのに伴い、バブル期以降滞留していた流動資産中の有価証券の売却もしくは投資資産への移し替えを行ったためとみられる。

固定比率は、80 年代の低下傾向から一転して上昇傾向となり、93 年度以降は 160% 程度で安定していたが、2000 年度には再び若干上昇した。

以上から、流動性は 90 年代末に若干損なわれ、同時に固定資金調達の安定性も若干低まったといえる。

４．利益処分

株価の大幅な下落が続く中で、安定配当は株主に報いる唯一の手段とされた。一方で処分可能利益は大きな落ち込みとなったため、配当性向は上昇し、93、94、97 年度では 60% 台の水準となった。さらに 98 年度以降は赤字による無配転落企業が続出し、全産業ベースの集計では配当金が税引後利益を上回る異常な結果となった。

90 年代における利益処分は、ROE が一段と低下する傾向の中で配当性向を高めることで一定額を維持してきたが、98 年度以降は減配、無配に陥る業績悪化企業の増加がみられる。

(以下次頁)

・製造業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

90年度と2000年度の製造業の損益合計（個別決算 1,144 社ベース）は、表 5-4 のとおりである。2000 年度に税引後利益が大きく落ち込んだのは多額の特別損失を計上したためである。

全産業に占める製造業の割合は、売上高では 90 年度 42%、2000 年度 50%であり、営業利益では 90 年度 55%、2000 年度 58%、税引後利益では、90 年度 67%、2000 年度 86%であった。2000 年度 1 社あたり平均の額でみると、売上高 1,502 億円、営業利益 70 億円（対売上高比 5%）、税引後利益 18 億円（同 1%）となる。

表 5-4 90 年代の損益

区分	90 年度	2000 年度	比
売上高	173.8 兆円	171.8 兆円	1.0 倍
営業利益	9.2 兆円	8.1 兆円	0.9 倍
受取利息・配当金	3.7 兆円	1.5 兆円	0.4 倍
支払利息	3.2 兆円	1.0 兆円	0.3 倍
特別損失	1.0 兆円	9.6 兆円	9.5 倍
税引後利益	5.1 兆円	2.0 兆円	0.4 倍

表 5-5 は製造業合計に対する主要業種の構成比である。売上高では電気機械器具が増収となった他は、多くの産業が減収となった。経常利益では化学工業が増益となったが、その他多くの産業が減益となった。また、税引後損益合計

表 5-5 製造業合計に対する構成比

業種	売上高		経常利益	
	90 年度	2000 年度	90 年度	2000 年度
電気機械器具	23%	27%	24%	24%
輸送用機械器具	23%	22%	18%	16%
化学工業	11%	10%	15%	22%
鉄鋼	7%	5%	8%	4%

では、97 年度以降鉄鋼、繊維などの業種が赤字を続けた。

90 年代の製造業の損益を通してみると、売上高は横ばい、支払利息は減少したが、固定費の増加とバブル経済期の負の遺産処理で、税引後利益は大幅減となった。

(2) 資金運用の推移

前述のとおり、98 年度からの税効果会計導入による繰延税金資産の計上、ならびに、2000 年度からの金融商品の時価会計導入による投資有価証券の評価増および一時所有有価証券からの組替えの動きにより、投資その他の資産は帳簿上で一時的に大きく増加した。

以下、この点に留意して、90 年代の資金運用を 1 社あたり平均の額でみる。

製造業 1 社あたり平均の固定資金需要は、有形固定資産ではバブル崩壊により急減し、

93 年度以降年 51～70 億円で推移した。投資その他の資産（関係会社投融資、持ち合い株式等）では年 13～21 億円であった。

これに対して、製造業 1 社あたり平均の固定資金源泉は、内部資金（社内留保、減価償却費、引当金増加額）が、98 年度 60 億円を別として、年 78～117 億円であった。資本金・資本準備金の純調達額は年 2～11 億円と低調であった。社債は、転換社債等の償還が進み、純減傾向であった。長期借入金是好況時には返済が進み、不況時には増加するパターンを繰り返した。

以上、90 年代の製造業の資金運用は、設備投資も投融資も活発な動きに乏しく、内部資金の範囲内でやりくりされ、結果的に自己資本が蓄積される展開であった。

（３）資産、負債の推移

製造業の資産合計（個別決算 1,144 社ベース）は、90 年度 183 兆円から 2000 年度 207 兆円へ 10 年間で 1.1 倍となった。全産業の資産合計に占める製造業の割合は、90 年度 50%、2000 年度 53%であった。同じく、負債合計は 90 年度 112 兆円から 2000 年度 113 兆円へ横ばい、資本合計は 71 兆円から 94 兆円へ 1.3 倍となった。

資産合計に対する構成比は、90 年度では流動資産 58%、固定資産 42%であり、2000 年度では流動資産 45%、固定資産 55%であった。そのうち主なものは表 5-6 のとおりで、現預金・有価証券の縮小と投資その他の資産の拡大が顕著に表れている。

一方、負債・資本の構成比は、90 年度では負債 61%、資本 39%であり、2000 年度では負債 54%、資本 46%であった。そのうち主なものは表 5-7 のとおりで、利益準備金・剰余金の増加のみが目立っている。

表 5-6 資産合計に対する構成比

区分	90 年度	2000 年度	差
現預金・有価証券	20%	10%	- 10%
売上債権	23%	20%	- 3%
棚卸資産	12%	9%	- 3%
有形固定資産	25%	25%	-
投資その他の資産	17%	29%	+ 12%

表 5-7 負債・資本合計に対する構成比

区分	90 年度	2000 年度	差
買入債務	17%	14%	- 3%
短期借入金	8%	6%	- 2%
社債	14%	11%	- 3%
長期借入金	5%	6%	+ 1%
資本金・資本準備金	19%	20%	+ 1%
利益準備金・剰余金	20%	26%	+ 6%

（４）従業員数の推移

製造業の従業員数（個別決算 1,144 社ベース）は、90 年度末 3,092 千人から 2000 年度 2,481 千人へ 20%の劇的な減少となった。92 年度にかけて微増を続けた後、減少に転じ、特に 97 年度以降の減少が著しい。

表 5-8 主要産業の従業員数（千人）

業種	90 年度	2000 年度	差
電気機械器具	774	637	- 137
輸送用機械器具	667	544	- 123
化学工業	315	248	- 67
鉄鋼	192	108	- 84

産業別にみると、軒並みの減少であるが、鉄鋼、繊維等の減少が際立っている。なお、全産業の従業員数に占める製造業の割合は、90年度 61%、2000年度 57%であり、就業構造の面からは上場企業についても非製造業のウェイトが高まっている（表 5-8）。

2. 収益性

(1) ROE

製造業の ROE（自己資本税引後利益率）は、バブル崩壊後低下を続け、93年度には 2.5%まで低下したが、96年度には 4.4%まで回復した。しかし、97年不況の谷は深く、経常利益の減少に特別損失の増加が加わり、98～99年度の ROE は 1%未満の低水準となった（図 5-3）。

この要因として、ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみる

と、ROA は、93年度まで急低下した後、94～97年度は 4～5%で推移し、98年度に一旦低下した後、回復している。なお、ROA に関しては、前述した事業税計上区分の変更措置のため、98年度以降の数値について従来の基準に比べ若干高めである（0.2%程度）。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は連続的な金融緩和により一貫して低下を続け、2000年度では 1.9%となった。また、製造業ではその間に、有利子負債残高構成比も趨勢的に低下した（90年度末 29%、2000年度末 25%）。しかし、97年度以降、支払利息減少要因よりも特別損失増加要因の方が大きく、ROE は ROA から乖離して低下した。加えて、90年代も自己資本構成比の上昇が進み、ROE の押し下げ要因となった。

主要産業の ROE、ROA の推移をみると、最もウェイトの高い電気機械器具の ROE、ROA

図5-3 製造業のROEとROA

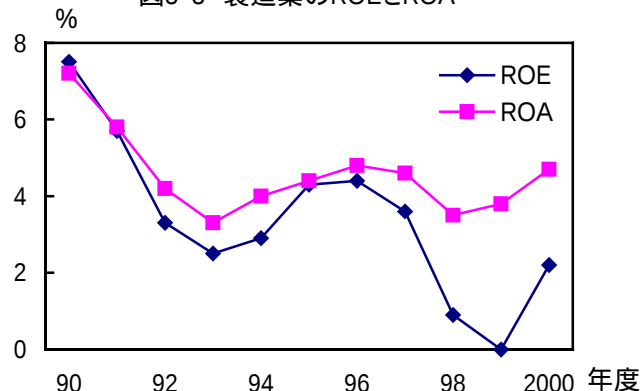
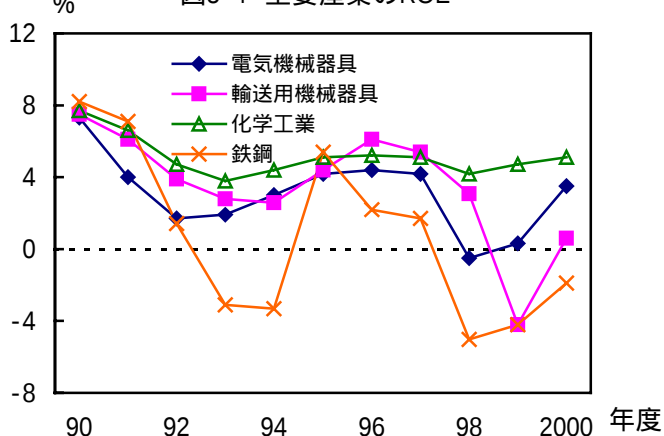


図5-4 主要産業のROE



は平均的な動きである。輸送用機械器具の ROE は 99 年度日産自動車の大幅赤字の影響で大きく落ち込んだ。鉄鋼の ROE は 93、94 年度の落ち込みが大きく、円高抵抗力の弱さが ROA の低下に表れ、高い負債比率がそれを増幅させている。化学工業の ROE は 94 年度以降の ROA の上昇傾向を反映し、際立って安定した動きであった（図 5-4、5-5）。

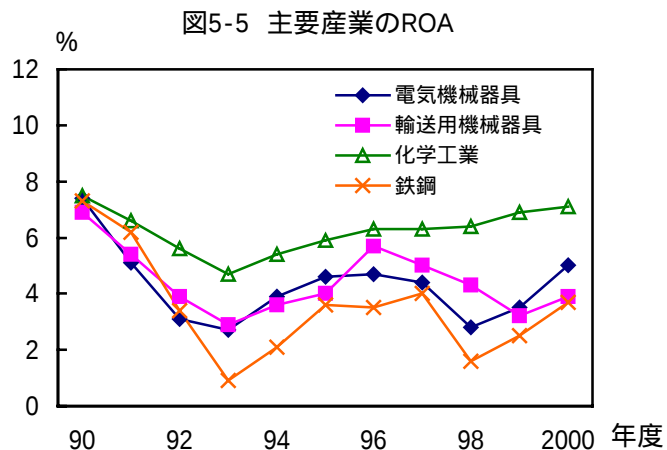
（２）ROA

製造業の ROA（使用総資本事業利益率）は、前述したように、93 年度までと 98 年度には低下したが、その他の時期には 4～5％程度の水準を保った。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、不況期の 92～93 年度と 98 年度には低下したが、その他の時期には 4％前後の水準を維持した。

一方、経営資本回転率の推移をみると、製造業の場合ほとんど低下はみられない。このことは、製造業では成長鈍化、利益率鈍化に対応した思い切った資産の圧縮が進んだことを裏付けている。

他方、投融資利回りは 96 年度まで連続して低下し、その後 2000 年度まで 2％前後の水準であった。また、この間、現預金・有価証券および投資その他の資産の総資産に占める比率はほぼ横ばいであった。このため、投融資利回りは 90 年代後半において ROA を大きく引き下げたとみられる。



（３）売上高利益率と資産回転率

90 年代においては、製造業の売上総利益率には上昇傾向が認められず、販売費・一般管理費比率も 90 年代後半には横ばい傾向であった。

次に、個々の資産の回転率をみると、売上債権（割引前）棚卸資産の回転期間短縮化の動きは一段落となった。一方、有形固定資産の回転率は、93 年度まで低下したが、94 年度以降は安定した推移であった。なお、有形固定資産償却累計率は引き続き上昇（設備年齢が長期化）している（90 年度 65％から 2000 年度 73％まで上昇）。

(4) 付加価値分析

製造業の付加価値（個別決算 1,144 社ベース）は、90 年度 36 兆円から 2000 年度 34 兆円へ 5%の減少となった。一方、従業員数は、この間、20%の減少であった。この結果、付加価値生産性は 1.12 倍、年率にして 1%の上昇となった。産業別には表

表 5-9 主要産業の付加価値生産性
(百万円/人)

業種	90 年度	2000 年度	比
電気機械器具	11.6	14.1	1.2 倍
輸送用機械器具	10.7	11.9	1.1 倍
化学工業	13.8	17.8	1.3 倍
鉄鋼	17.6	18.3	1.0 倍

5-9 のとおりである。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 4%上昇したのに対し、資本生産性は年率 3%の低下となった。ただし、労働装備率の上昇は従業員数の減少による部分が大きい。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は 92 年度以降 57～62%程度の水準に上昇していたが、2000 年度には 56%まで低下した。減価償却費として内部留保された額は 17～20%の安定した推移であった。一方、利息として支払われた額は大幅な減少（10 年間の構成比 6%減）となった。その他分は 90 年代前半には大きく落ち込み、90 年代後半では大幅に増加したが、利益としての留保分は少なく、その多くが特別損失として費消された。なお、前述の税効果会計導入に伴う規則変更により、98 年度以降租税公課の構成比が 5 ポイント程度低下し、その分その他の率が上昇している。

人件費については、従業員 1 人あたり人件費指標では、90 年度 644 万円から 2000 年度 778 万円へ年率 2%増となっている。

以上まとめると、90 年代に製造業では従業員数が大幅に減少し、付加価値の絶対額も減少する中で、付加価値生産性を上昇させるという異常な状態にあったといえる。一方、その分配は従業員に対して相対的に手厚かったといえよう。

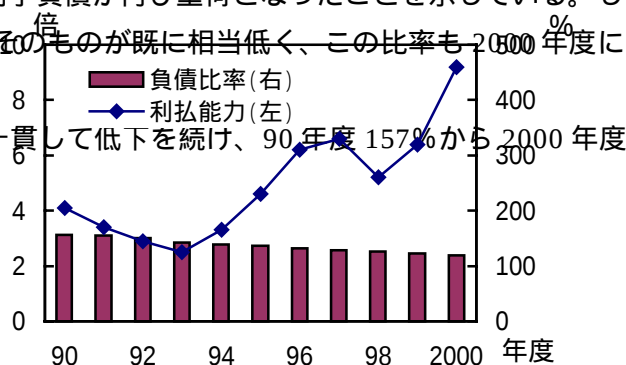
3. 安全性

(1) 支払能力（ソルベンシー）

製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、93 年度まで低下した後、事業利益の回復と金利低下が重なり上昇基調となり、98 年度の落ち込みを経て、2000 年度には 9.2 倍まで上昇した（図 5-6）。ただし、97 年度以降は特別損失が大幅に増加しており、真の利払能力は相当割り引いてみる必要がある。

製造業の総キャッシュフロー比率は、97 年度までは 14～17%の水準を維持していたが、98 年度には 12%まで落ち込んだ。この指標は利払能力と違って内部留保額を用いているため、97 年度以降の利益の減少により有利子負債が再び重荷となったことを示している。しかし、製造業の場合は有利子負債の水準そのものが既に相当低く、この比率も 2000 年度には 15.6%に回復した。

一方、製造業の負債比率は 90 年代も一貫して低下を続け、90 年度 157%から 2000 年度



119%となった（図5-6）。この結果は、安全性の面からは高く評価できるが、一方で、負債によるレバレッジ効果を損ない、ROEの大幅な低下となって現れた。

以上をまとめると、製造業の支払能力（ソルベンシー）は、90年代を通じて向上したといえようが、資産および負債の全体的な圧縮の中で、自己資本が相対的に拡大した結果でもあり、株主の期待にどう応えるのかが課題として残されているといえる。

（２）流動性・安定性

製造業の流動比率は、90年代を通じて140%台を維持してきたが、2000年度に金融商品の時価会計導入に伴い、流動資産中の有価証券の売却もしくは投資資産への移し替えが起こり、135%に低下した。固定比率は90年代を通じて110%前後を維持してきたが、2000年度には若干上昇した。

以上から、流動性・安定性は90年代末に若干低下したといえる。

４．利益処分

製造業の配当性向は、株価の大幅な下落が続く中で、利益の大きな落ち込みにもかかわらず安定配当を継続したため、急上昇した。特に98、99年度は一部企業が大幅な赤字を計上したため、製造業全体の集計では異常な比率となった。2000年度でも依然として70%の高い水準となっており、利益の回復と適切な利益配分の実現が課題といえる。（以下次頁）

・非製造業

1. 実数分析

(1) 損益の推移

90年度と2000年度の非製造業の損益合計（個別決算668社ベース）は、表5-10のとおりである。売上高は、10年間で3割の大幅減であるが、バブル期に名目的売上げが膨らみその後縮小した卸売業の影響が大きく、それを除くとほぼ横ばいであった。一方、営業利益は10年間で0.8倍、受取利息・配当金は3.6兆円から1.0兆円へ0.3倍、支払利息は5.9兆円から2.3兆円へ0.4倍となった。他方、90年代後半にはバブル経済の清算のため特別損失の計上が急増した。これらの結果、非製造業の税引後利益は10年間で10分の1に激減した。

全産業に占める非製造業の割合は、売上高では90年度58%、2000年度50%であり、営業利益では90年度45%、2000年度42%、税引後利益では90年度33%、2000年度14%であった。また、2000年度における営業利益の対売上高比は3.5%、税引後利益の対売上高比は0.2%であった。

非製造業合計の損益に対する主要業種の構成比をみると、卸売業の売上高シェアが大きく落ち込んだ。経常利益では建設業が大きく減少し、比較的利益率の安定している運輸業、電気業のシェアが伸びた（表5-11）。なお、税引後損益合計では、97年度以降赤字となる業種が目立った。

90年代の非製造業の損益を通してみると、売上高は卸売業を除けば横ばい

だが、固定費の増加とバブル経済期の負の遺産処理が重く、税引後利益は激減となった。

なお、前述のとおり特殊要因として、99年7月に日本電信電話（NTT）が事業会社から純粋持ち株会社に移行し、通信・情報産業における99、2000年度の売上高、営業利益、受

表5-10 90年代の損益

区分	90年度	2000年度	比
売上高	(90.0) 240.9兆円	(90.5) 168.6兆円	(1.0) 0.7倍
営業利益	(6.7) 7.7兆円	(5.5) 5.9兆円	(0.8) 0.8倍
特別損失	(0.4) 0.6兆円	(5.6) 7.2兆円	(13.9) 11.2倍
税引後利益	(2.2) 2.6兆円	(0.3) 0.3兆円	(0.1) 0.1倍

（注）（ ）内は卸売業を除く合計

表5-11 非製造業合計に対する構成比

業種	売上高		税引後利益	
	90年度	2000年度	90年度	2000年度
建設業	12%	16%	27%	17%
卸売業	63%	46%	17%	15%
小売業	8%	14%	15%	13%
運輸業	4%	7%	8%	13%
電気業	5%	9%	11%	24%
通信情報業	3%	1%	9%	6%

取利息・配当金に大きな変動をもたらした。それにより非製造業合計の損益は、99 年度以降、売上高で 4～6 兆円程度、営業利益で 0.1～0.2 兆円程度減額したといえ、その額を加え卸売業分を減じると、非製造業売上高は 10 年間で 7%程度増加したといえる。

（２）資金運用の推移

以下、90 年代の非製造業の資金運用を 1 社あたり平均の額でみる。ただし、99、2000 年度は NTT の持ち株会社化による異動を補完した実質的な額に拠っている。

非製造業 1 社あたり平均の固定資金需要のうち、有形固定資産の需要額は、91～93 年度まで年 140～150 億円程度と、製造業と異なり多くの業種で高水準を続けた。その後多くの業種で設備投資は減退し、94～96 年度では年 120 億円程度へ、97 年度以降は年 100 億円程度へと縮小したが、小売業、通信・情報産業ではなお活発であった。

投資その他の資産の需要額は、91～93 年度の間、卸売業等におけるバブル期の運用資金の回収により大幅に縮小し、その後も低調に推移したが、98 年度からの税効果会計導入による繰延税金資産の計上と、2000 年度からの金融商品時価会計導入による投資有価証券の評価増と一時所有有価証券からの組替えの動きにより、帳簿上では一時的増加をみた。

これに対し調達面では、内部資金が漸減傾向にある中で、外部資金については、業容を縮小した建設業では社債を、卸売業では短期借入金を返済、業容を拡大した小売業では長・短借入金を、運輸業、電気業では社債を調達する動きとなり、有利子負債全体では残高に大きな変化はなかった。資本金・資本準備金も目ばしい動きはなかった。

以上、90 年代の非製造業の資金運用は、内部資金が漸減傾向の中で、設備投資は減少のテンポが遅く、投融資も回収に時間を要し、自己資本も増強できず、有利子負債に頼りながらやりくりする苦しい展開であったといえる。

（３）資産、負債の推移

非製造業の資産合計（個別決算 668 社ベース）は、90 年度 185 兆円から 90 年度 184 兆円へ横ばいとなった。ただし、卸売業が 58 兆円から 37 兆円へ減少したので、卸売業以外では 127 兆円から 147 兆円へ 1.2 倍となった。全産業の資産合計に占める非製造業の割合は、90 年度 50%、2000 年度 47%であった。同じく、負債合計は 90 年度 147 兆円から 2000 年度 137 兆円へ 0.9 倍、資本合計は 39 兆円から 47 兆円へ 1.2 倍となった。

表 5-12 固定資産の対資産合計比

業種	90 年度	2000 年度	差
建設業	19%	35%	+ 16%
卸売業	23%	41%	+ 18%
小売業	55%	68%	+ 13%
運輸業	66%	78%	+ 12%
電気業	95%	96%	+ 1%

資産合計に対する構成比は、90 年度では流動資産 52%、固定資産 48%であり、2000 年度では流動資産 34%、固定資産 66%であった。固定資産の構成比を産業別に比較すると表 5-12 のとおりで、この間、電気業等一部を除き共通して運用資金の固定化が顕著にみられる。

一方、負債・資本の構成比は、90 年度では負債 79%、資本 21%であり、2000 年度では負債 74%、資本 26%であった。自己資本の構成比を産業別に比較すると、建設業、卸売業の自己資本比率は上昇しているが、それには業容縮小による無利子負債の減少による寄与が大きく、有利子負債の比率は増加または微減であった。一方、小売業、運輸業では自己資本比率の低下、有利子負債比率の上昇がみられた（表 5-13、5-14）。

（４）従業員数の推移

非製造業の従業員数（個別決算 668 社ベース）は、90 年度末 2,006 千人から 2000 年度 1,848 千人へ 8%減少したが、このうち NTT 持ち株会社化による従業員数減（99 年 3 月末 137 千人、2000 年 3 月末 3 千人）134 千人分を加えると、1,982 千人となり、1%の減少に留まる。全産業の従業員数に占める非製造業の割合は、90 年度 39%から 2000 年度 43%へ高まった。産業別にみると、小売業の伸びが突出しており、建設業、卸売業では減少している（表 5-15）。90 年代には、製造業では生産の停滞と労働装備率の上昇により雇用は 10 年間で 20%の大幅減となったが、非製造業ではかろうじて雇用を維持した。

表 5-13 自己資本の構成比率

業種	90 年度	2000 年度	差
建設業	20%	24%	+ 4%
卸売業	12%	20%	+ 8%
小売業	42%	39%	- 3%
運輸業	24%	23%	- 1%
電気業	17%	17%	-

表 5-14 有利子負債の対負債・資本合計比

業種	90 年度	2000 年度	差
建設業	23%	30%	+ 7%
卸売業	51%	48%	- 3%
小売業	33%	38%	+ 5%
運輸業	56%	58%	+ 2%
電気業	70%	66%	- 4%

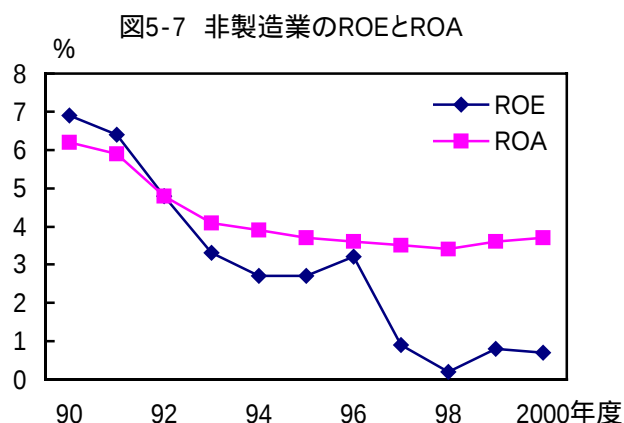
表 5-15 主要産業の従業員数（千人）

業種	90 年度	2000 年度	差
建設業	337	313	- 24
卸売業	214	169	- 45
小売業	515	663	+ 148
運輸業	372	386	+ 14
電気業	135	136	+ 1

２．収益性

（１）ROE

非製造業の ROE（自己資本税引後利益率）は、90 年度 6.9%から 94 年度 2.7%まで大きく低下し、その後若干回復したが、97 年度以降金融危機を端緒にバブル期に抱えた余剰設備、余剰人員



の処理が本格化し、再び大きく低下した（図 5-7）。

この要因として、ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、ROA は、90 年度 6.2% から 93 年度 4.1% まで大きく低下し、94～98 年度にわずかに低下し、99 年度以降は若干上昇した。ただし、前述のとおり事業税計上区分の変更措置のため、98 年度以降の数値について従来の基準に比べ若干高めとなっている。

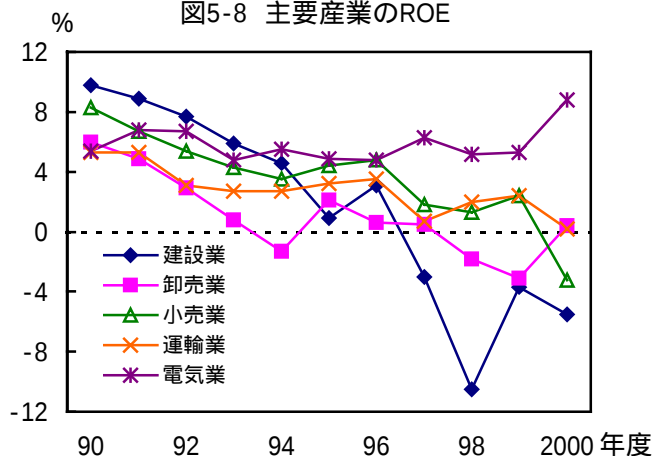
次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は金融緩和により継続的に低下した。一方、有利子負債残高は 90 年代を通して構成比を維持した。このため支払利息は減少したが、97 年度以降特別損失の増加がそれを大きく上回り、ROE は ROA から乖離して低下した。

主要産業の ROE の推移をみ

ると、建設業の ROE は 90 年代後半に至りバブル期の投融資等の不良資産処理を余儀なくされ大幅に悪化した。卸売業の ROE は 90 年代前半からいわゆる財テクによる資金運用の後処理等により大きく低下、その後も業容縮小と不良債権処理により低迷した。小売業の ROE はこれまで比較的安定し

た推移であったが、97 年度以降デフレ経済の進行と消費不振に見舞われ、過剰投資の処理を余儀なくされ悪化した。運輸業の ROE も同様の推移である。電気業の ROE は、安定した推移であり、90 年代後半には金利低下の効果も大きく寄与した（図 5-8）。

図5-8 主要産業のROE

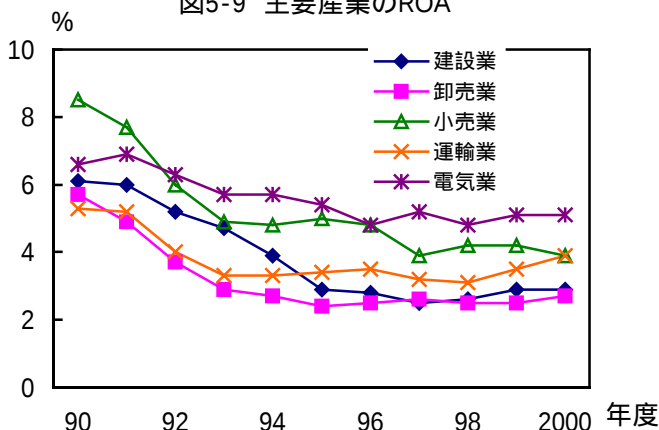


（２）ROA

非製造業のROA（使用総資本事業利益率）は、前述したように、90 年代前半に大きく低下し、後半には下げ止まった。

この要因として、売上高営業利益率の推移をみると、93 年度以降低迷を続けていたが、99

図5-9 主要産業のROA



年度に入り人件費圧縮等の効果が出て、建設業、運輸業、電気業等を中心に上昇がみられた。一方、経営資本回転率および投融資利回りは趨勢的に低下を続けた。

主要産業の ROA の推移をみても、共通の傾向となっている（図 5-9）。

（３）付加価値分析

非製造業の付加価値（個別決算 668 社ベース）は、90 年度 32 兆円から 2000 年度 29 兆円へ 9% 減少となった。一方、従業員数は、この間に 8% 減少し、付加価値生産性は 2% の低下となった。ただし、NTT 持ち株会社化により 2000 年度では人件費、減価償却費等で約 4 兆円の付加価値が減額となった一方、従業員数も 134 千人減少しており、実態は 2000 年度付加価値 33 兆円で 4% 増加、従業員数 1% 減少で付加価値生産性は 4% の上昇であった。付加価値生産性を労働装備率と資本生産性に分解すると、この間、労働装備率は年率 3% の上昇を示したのに対し、資本生産性は低下を続けた。

それに対して、付加価値の分配をみると、人件費として支出された額の比率、いわゆる労働分配率は 92 年度に 47% まで高まり、以後 98 年度までその水準を維持したが、99 年度以降低下してきた。この変化は、従業員 1 人あたり人件費においても確認できる。

付加価値生産性を産業別にみると、労働装備率の違い等によってその水準は大きく異なるが、90 年代では建設業、卸売業で低下が目立った（表 5-16）。

表 5-16 主要産業の付加価値生産性
（百万円 / 人）

業種	90 年度	2000 年度	比
建設業	18.2	15.2	0.8 倍
卸売業	13.9	12.3	0.9 倍
小売業	7.5	7.2	1.0 倍
運輸業	14.8	15.9	1.1 倍
電気業	48.1	57.3	1.2 倍

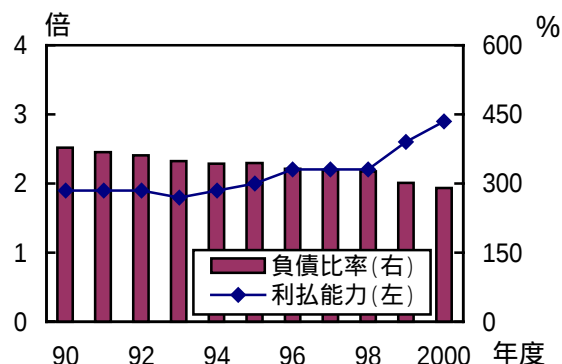
３．安全性

（１）支払能力（ソルベンシー）

非製造業の利払能力（インタレスト・カバレッジ）は、98 年度まで 2 倍前後とほぼ横ばいで推移したが、99 年度以降営業利益の回復により上昇した（図 5-10）。ただし、前述の事業税計上区分の変更措置により分子の利益が若干膨らんでいることと、97 年度以降は特別損失が大幅に増加していることから、真の利払能力は相当割り引いてみる必要がある。

非製造業の総キャッシュフロー比率は、91～93 年度の低下の後、95～96 年度には上昇したが、特別損失拡大により再び低下し、99 年度以降は 6% を割り込んだ。97 年度以降非製造業ではデフレの進行と利益率低下により有利子負債が再び重荷とな

図 5-10 非製造業の利払能力と負債比率



ってきたことを示している。

一方、非製造業の負債比率は無利子負債の圧縮により 90 年代も緩やかながら低下が続けた。(図 5-10)。

以上をまとめると、非製造業の支払能力(ソルベンシー)は、97 年金融危機を境に ROE の低下、デフレの進行により、向上しているとはいえない状態となった。

(2) 流動性・安定性

非製造業の流動比率は、90 年代を通じて現預金・有価証券の取り崩しが続き、低下した。特に 2000 年度には金融商品の時価会計導入を契機に流動資産中の有価証券が減少し、100%を割り込んだ。一方、非製造業の固定比率は、固定資産の増加が自己資本の増加を上回り、緩やかな上昇傾向にあった。

以上から、90 年代における非製造業の流動性および固定資金調達の安定性は低下したといわざるを得ない。

4 . 利益処分

非製造業の配当性向は、株価の大幅な下落が続く中で、利益の大きな落ち込みにもかかわらず安定配当を継続したため、急上昇した。特に 97 年度以降は赤字による無配転落企業が続出し、非製造業全体の集計では 200%超の異常な比率となった。(以下次頁)

・連結データについて（1990年代・全産業）

1．個別決算・連結決算データ比較

前述したように、1990年代では個別決算データの集計による分析の限界が次第に見え始めた。幸いに90年代後半において、いわゆる会計制度改革が進み、連結決算制度の飛躍的な充実が図られた。今後は、決算データの集計・分析についても連結決算が中心になるものと期待される。そこで、1990年代の全産業について連結決算データによる集計を行い、個別決算データとの比較分析を行った。

ただし、連結決算制度は、99年度から新制度に移行しており、それ以前のデータは連結の範囲、会計処理等において必ずしも十分とは言えない。連結制度自体は既に20年以上の歴史があるが、過去を遡るほど連結決算公表会社の数は少なく、同一会社における連結の範囲も年を追って拡大してきたというのが実態である。したがって、時系列で集計を行うとき、成長率をみるとき等では、特に留意が必要である。

表 5-17 集計データ比較（2000年度）

項目	個別決算	連結決算	比
集計社数	1,812 社	1,036 社	0.6 倍
売上高	340 兆円	410 兆円	1.2 倍
税引後利益	2 兆円	5 兆円	2.2 倍
資産合計	391 兆円	432 兆円	1.1 倍
自己資本	142 兆円	123 兆円	0.9 倍

さて、90年代を対象に個別決算を集計した1,812社のうち連結決算データも得られるのは1,036社である。個別決算ベースと連結決算ベースの集計データを比較すると、表 5-17 のとおりで、これによると、自己資本を除く科目で、会社数では6割の連結決算の数字が全社合計の単独決算の数字を上回っている。大企業を中心として、企業グループ単位でみた事業規模が非常に拡大していることがわかる。

なお、以下の分析で用いる連結決算データは連結決算 1,036 社ベースの集計値である。

2．実数分析

（1）連結損益の推移

全産業の連結損益合計は、表 5-18 のとおりである。

売上高は、景気の変動とともに増減はするものの、個別決算のような低下傾向はみられず、90年代を通してほぼ横ばいであった。ただし、バブル期に名目的売上げが膨らみその後縮小した卸売業を除くと、1.2 倍の増加であった。

営業利益は、固定費のレバレッジ効果により売上高以上に変動しているが、やはり個別

表 5-18 90年代の連結損益

区分	90 年度	2000 年度	比
	(271)	(322)	(1.2)
売上高	423 兆円	410 兆円	0.97 倍
	(16)	(16)	(1.0)
営業利益	17 兆円	17 兆円	1.0 倍
税引後利益	7 兆円	5 兆円	0.7 倍

（注）（ ）内は卸売業を除く合計

決算のような低下傾向はみられず、90年代を通して横ばい傾向であった。ただし、連結決算でも99年3月期決算から会計基準の変更があり、従来営業費用とされていた事業税の大部分が税引前利益からの控除に変わった。したがって、98年度以降の営業利益は、従来の基準では公表値を若干下回る³。受取利息・配当金は91～95年度まで大幅に減少した後、個別決算と異なり99年度にさらに減少した。

他方、支払利息は金利引き下げにより毎年大幅に減少した。さらに、90年代の特徴として特別損失の増加がある。特別損失の内訳としては、有形固定資産処分損、投資有価証券売却損・評価損のほか、特別退職金に代表されるリストラクチャリング費用、過去勤務債務償却費用などが含まれる。特別損失は93年度から増加傾向となり、97年度以降は顕著な増加を示した。加えて、連結決算の特徴として、連結納税制度のない現状では、不況期には関係会社の赤字が通算できず、税負担率が高まる傾向がある。この法人税等の変動は税引後利益の変動をも大きくしている。

これらの結果として、税引後利益は93、94年度および98、99年度に大幅に減少したが、個別決算に比べ回復力は強く、2000年度には多額の特別損失にもかかわらず、90年度比73%の水準を達成した。

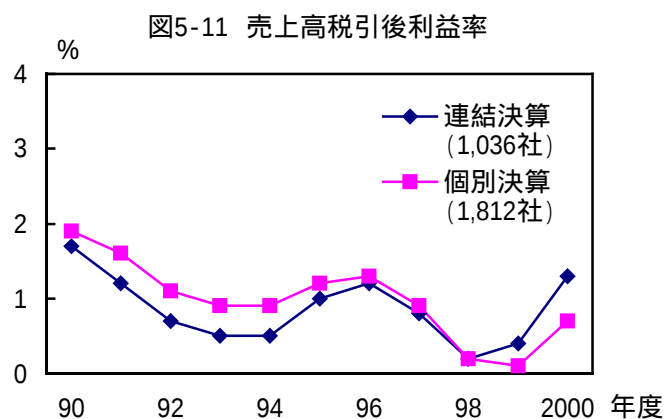


図5-11に示した売上高税引後利益率の推移に、連結ベースの変動の大きさと99年度以降の回復が表れている。

一方、配当金は多くの企業が安定配当を維持し、個別決算に比べ税引後利益の回復が顕著であった99、2000年度には、配当性向も個別決算を大きく下回った。

このように、90年代の連結決算による損益には個別決算に比べ変動の大きい面もみられるが、連結の売上高および利益はともに、特に90年代後半には単体のそれより力強い動きを示した。

表5-19 90年代の資産・負債（連結ベース）

（2）連結の資産、負債の推移

全産業の資産合計（連結ベース）は90年代の10年間で14%増加し、同じく負債合計は8%増加、資本合計は27%増加した⁴。個別決算での推移と比べ、事業

区分	90年度	2000年度	比
資産合計	378兆円	432兆円	1.14倍
負債合計	277兆円	300兆円	1.08倍
少数株主持分	4兆円	9兆円	2.37倍
資本合計	97兆円	123兆円	1.27倍

³ 個別決算の場合と同様に、従来の基準では0.2ポイント程度低下すると試算される。

⁴ 個別決算1,812社の集計では、資産合計は6%の増加、負債合計は3%の減少、資本合計

規模の拡大がより大きく、その分負債の利用をより行っていることがわかる（表 5-19）。

資産合計に対する構成比は、90 年度の流動資産 60%、固定資産 40%から、2000 年度では流動資産 47%、固定資産 53%と大きく変化した。そのうち主なものは表 5-20 のとおりである。

負債・資本の構成比は、90 年度では負債 73%、少数株主持分 1%、資本 26%であり、2000 年度では負債 69%、少数株主持分 2%、資本 29%であった。そのうち主なものは表 5-21 のとおりである。

表 5-20 資産合計に対する構成比（連結ベース）

区分	90 年度	2000 年度	差
現預金・有価証券	20%	10%	- 10%
売上債権	21%	19%	- 2%
棚卸資産	13%	12%	- 1%
有形固定資産	25%	33%	+ 8%
投資その他の資産	15%	18%	+ 3%

表 5-21 負債・資本合計に対する構成比（連結ベース）

区分	90 年度	2000 年度	差
買入債務	17%	14%	- 3%
社債・長期借入金	22%	22%	-
資本金・資本準備金	13%	13%	-
利益準備金・剰余金	13%	16%	+ 3%

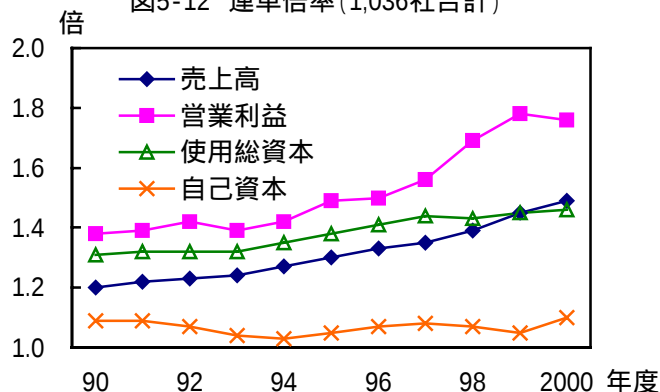
このうち、固定資産については個別決算との相違が明瞭であり、個別決算で関係会社株式等の形で投資の増加となった取引が、連結により有形固定資産の増加に振り替わって増加している。

以上みたように、90 年代の連結ベースでみた資産、負債の推移は、個別決算に比べ全体的に増加のテンポが若干早く、有形固定資産の増加がより明瞭であり、調達面でも関係会社の負債レバレッジを重ねて利用する形で負債を増加させているといえる。

（３）個別決算との比較

連結決算数値の個別決算数値に対する倍率を連単倍率という。連結決算制度は 99 年度から新制度に移行しており、連結対象範囲も拡大したため、連単倍率は上昇した。ただし、98 年度以前も旧制度の枠内で徐々に連結対象範囲の拡大が図られた。また、グループ経営の進展により実質的にも親会社以外の収益や資産が拡大してきた。図 5-12 は主な科目の 90 年代における連単倍率推移である。

図5-12 連単倍率(1,036社合計)



は 29%の増加であった（ ． 1 参照）。

3. 収益性

(1) 連結ROE

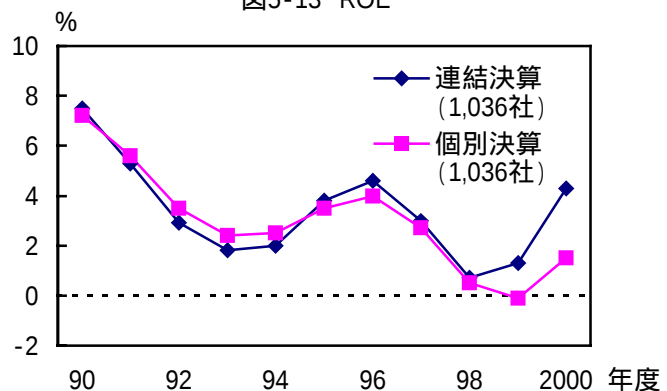
連結ROE（自己資本税引後利益率）は、バブル崩壊後低下を続け、93、94年度には2%前後まで低下したが、95、96年度には4～5%前後まで回復した。しかし、97年不況の谷は深く98年度には1%未満の水準に低下したが、その後は個別決算ベースと異なり99～2000年度には急回復を示した（図5-13）。

この要因として、連結ROA（使用総資本事業利益率）の動きをみると、連結ROAは、93年度まで急低下した後、94～97年度は4%前後で推移し、98年度に再び低下した後、4%前後まで回復している。連結ROAは個別決算のROAとほとんど変わらない値であるが、99年度以降は若干上方に乖離している（図5-13）。なお、連結ROAに関しても、前述した事業税計上区分の変更措置の影響により、98年度以降の数値について従来の基準に比べ若干高めとなっている⁵。

次に、負債および利子率の動きであるが、利子対有利子負債比率は、個別決算とほぼ同水準のまー貫して低下を続け、2000年度では2.4%となった。その間の有利子負債残高構成比には大きな変化はなかったため、金利水準の低下はそのまま、ROEの押し上げ要因となった。

しかし、97年度以降、特別損失の発生が最終損益を押し下げ、ROEはROAから乖離して低下した。加えて、90年代には負債比率は連結ベースでも継続的に低下し、ROEの押し下げ要因となった⁶。負債レバレッジそのものは、連結ベースの方が高く、効き方は強いはずだが、その効果は99、2000年度で認められる程度である。

図5-13 ROE



以上をまとめると、90年代の連結ROEは、前半はROAの低下に伴い低下したが、後半は98年度の大きな落ち込みの後、回復を示した。その要因は、連結ROAの向上ならびに

⁵ 個別決算と同様に0.2ポイント程度高いと試算される。なお、変更対象となる事業税は、一般管理費中から法人税等と同一の区分に組み変えられたので、その影響の範囲は営業利益以下税引前利益までである。

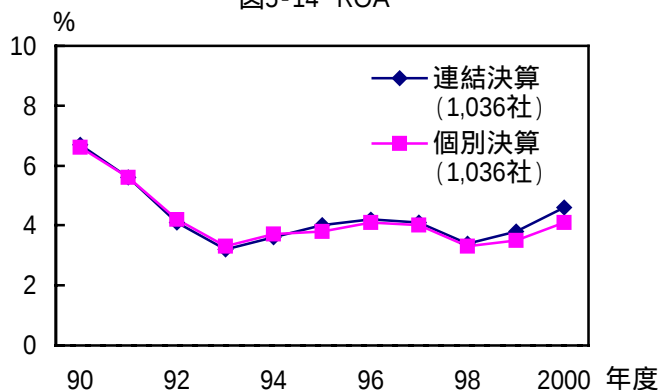
⁶ ただし、90年度と2000年度を比較した負債比率の水準の変化は、連結ベースでは年率で-2%であり、個別の年率-3%より少なく、押し下げ要因としては個別の場合より弱い。

金利低下および負債レバレッジが個別の場合以上に効果的であったことにあるといえる。

(2) 連結ROA

連結ROA(使用総資本事業利益率)は、前述したように、93年度まで急低下した後、94～97年度は4%前後で推移し、98年度に再び低下した後、4%前後まで回復している。また、98年度まで個別決算のROAとほとんど変わらない値であるが、99年度以降は若干上回る値となっている(図5-14)。

図5-14 ROA



この要因として、売上高営業利益率および経営資本回転率の推移をみても、個別決算の場合とほとんど変わらない。

他方、この間、連結ベースの現預金・有価証券および投資その他の資産の合計値は減少傾向にあり、その総資産に占める比率は、個別決算と異なって、大きく低下

した。このため、本来の営業資産の利益率のROAへの寄与率が高まり、そのことが90年代後半において連結ROAを若干押し上げられたといえる。

以上から、90年代の連結ROAは、個別決算のROAとほぼ同じ動きをしながらも、期後半においてそれと若干乖離する動きを見せ、しかもその連結の動きの方をより重要な傾向として示唆したようにみえる。

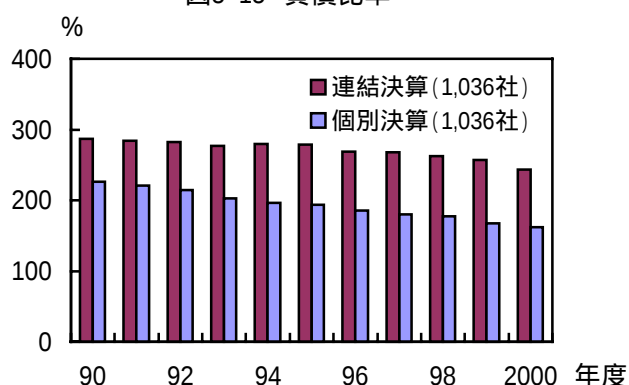
4. 安全性

(1) 支払能力(ソルベンシー)

連結ベースの支払能力(インタレスト・カバレッジ)は、90年代において個別決算の場合と大きく変わるところはない。また、97年度以降は特別損失が大幅に増加しており、真の支払能力は相当割り引いてみる必要のある点も同様である。

一方、連結ベースの負債比率は、90年代に個別決算と同様に低下を続けたが、その程度は連結ベースのほうが緩やかであった(図5-15)。また、子会社の負債を反映する連結ベースの方が、一般に負債比率は高い。この結果は、負債によるレバレッジ効果にも影響

図5-15 負債比率



し、連結 ROE の下支え効果となって現れた。

以上まとめると、支払能力（ソルベンシー）は、90 年代を通じて一応は向上したといえようが、内部留保の蓄積により自己資本が相対的に拡大した結果でもあり、株主の期待利益および資本コストへの配慮とのバランスを考えると、なお課題が残るところである。

（２）流動性・安定性

連結ベースの流動比率は 90 年代を通じて個別決算のそれより若干低く、反対に、連結ベースの固定比率は、個別決算のそれより常に若干高い。したがって、連結ベースの流動性および固定資金調達の安定性は個別決算の場合に比べ若干劣っているといえる。

