

## 企業業績回復の中身と問題点

### 7割増益と日経平均8000円割れのギャップ

日経平均株価が3月11日に約20年ぶりの8,000円割れとなるとともに、TOPIXも84年8月以来の800ポイント割れとなった。

その一方で、日経新聞は2003年3月期決算上場企業の前期比7割増の経常増益見通しを報じた。大手証券系調査機関もほぼ同様の増益見込みを出しており、中間決算発表時の経常増益予想が達成されそうである。

この相反する動きをどのように見たらよいだろうか。株価下落の背景としては買い手不在となった株式需給上の問題が大きいことは確かである。しかし、イールドスプレッド（債券利回り - 株式の益利回り）がマイナス幅を拡大している現状は、投資家が株式投資に高いリスク・プレミアムを求めるとともに企業業績の将来性にも信頼を置いていないことを示している。

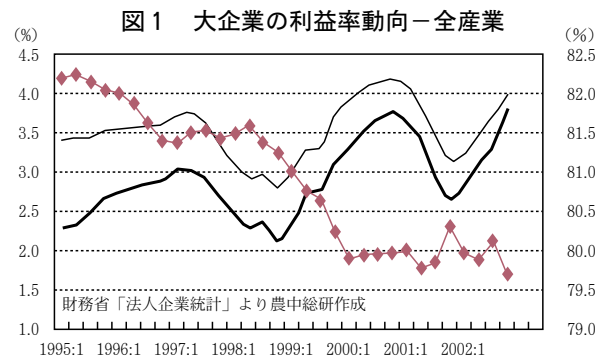
今期は大幅な経常増益となる企業の収益構造に果たしてどのような課題があるのか、以下で検討したい。

### 足元で利益率は反転しているが・・・

上場企業の代替的経営データとして、財務省「法人企業統計季報」の資本金10億円以上企業（金融を除く全産業）のデータを使い、足元の業績動向を見てみよう。

売上高・経常利益率は、ITブーム終焉や世界経済低迷の逆風を受け2000年後半から低下したが、2002年は年間を通じて改善をたどり、02年10～12月期には4.1%（原数値、以下同じ）まで急回復した。この水準は、バブル・ピークであった90年前後の水準に相当する高さである。また、売上高・営業利益率についても4.2%と同様に改善を見せている。

利益率の変化要因であるが、傾向的に売上高原価率の低下が生じ、利益率の下支え要因となっていることがわかる。特に非製造業では、原価率低下の寄与が大きい。02年にも前年に高まった原価率が前年比0.5%程度低下し、前述のような利益率上昇の主因となった（図1）。



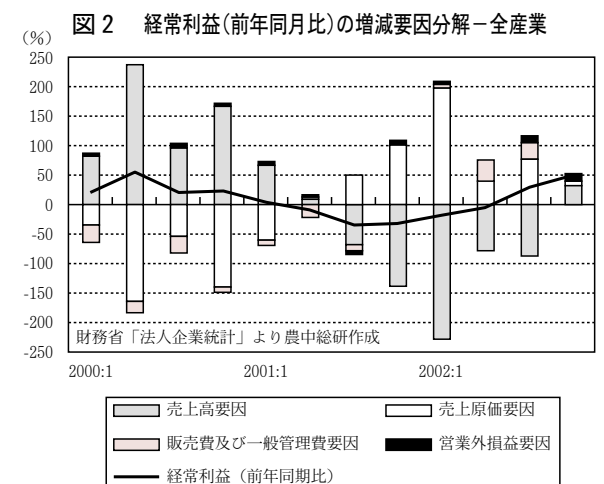
(注) 売上高原価率=売上原価/売上高

売上高営業利益率=営業利益/売上高

売上高経常利益率=経常利益/売上高

(注) 各経営指標は季節調整済み数値を用いて算出後、2四半期移動平均した。

また、2002年の経常利益の変化（前年同期比）を、売上高の増減、売上原価の増減、販売費及び一般管理費（以下、販管費と略す）の増減、営業外損益の増減の4要因に分解すると、02年10～12月期に入って、ようやく売上高増加が増益要因に変わったが、それまでは原価削減の占めるところが大きかった。



足元で営業、経常の各利益率はバブル期の水準近くまで回復してきたが、その中身はデフレ進行による売上減少を、仕入コストの引き下げや部品・材料コストの効率化など売上原価の低減努力でカバーしている部分が多いのが実状である。

一方、販管費は02年4～6月期以降減少に転じているが、人件費をはじめとする固定費削減の効果はようやく出始めたところである（図2）。デフレに対応して高コスト体質から脱却し、収益体質の強化をはかる企業の取り組みは、ようやく緒についたばかりと言えよう。

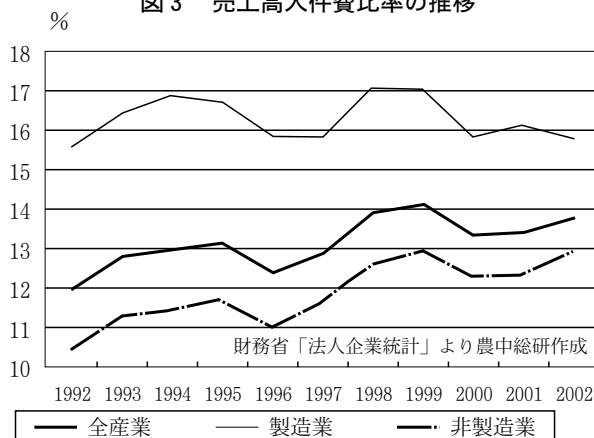
### 固定費の更なる削減が課題

固定費の大きな部分を占める人件費の削減は、退職給与や福利厚生費の増加等もあり、思いのほか進んでいない。今春闘ではベ・スアツプ・ゼロに加えて、定昇制度の見直し・圧縮が話題となった。結局、定昇見直し交渉は先送りされたが、デフレに対応した収益体質強化を進めるためには、人件費や管理費等固定費の効率化・調整は重要な経営課題である。

そのなかでも正社員の人件費の効率化は避けて通れない問題である。パート従業員や派遣社員への置き換えは、人件費の変動費化や賃金コストの引き下げなどに一定の成果を上げてきたが、デフレによる売上高の伸び悩みに必ずしも抗しきれていない。

1990年代に上昇傾向をたどった売上高・人件費比率は高止まったままであり、80年代の平均と比較して3%以上高い（図3）。

図3 売上高人件費比率の推移



(注) 売上高人件費比率 = 人件費 ÷ 売上高 (図では%表示)

マクロ経済的には、人件費削減による消費などへの悪影響が懸念されるが、人件費削減の取り組みは、デフレのもとで業績の安定性を高めるために不可欠であると思われる。しかし、定

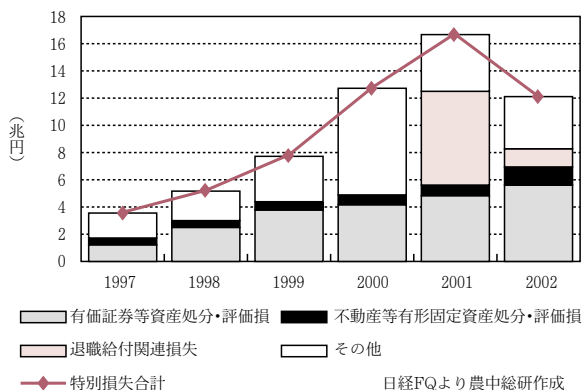
昇制度等正社員人件費の削減は決して容易ではないだろう。

### 経常利益を上回る特別損益の赤字

一方、株価や地価の下落が企業業績の重しとなっている。

銀行・保険を除く東証1部上場企業の決算合計をみると、特別損失は96年の 3.0兆円から増え続け、2001年には 16.6兆円に達した。2002年は9月期までで 12.1兆円の特別損失が計上された（図4）。

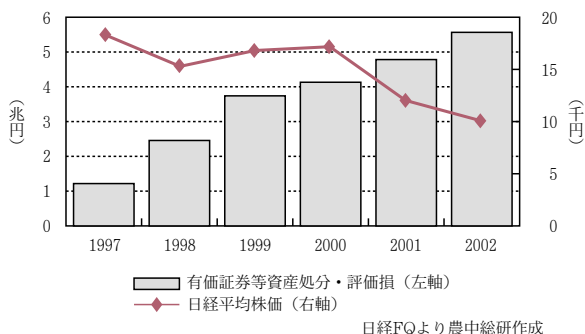
図4 東証1部企業の特別損失の内訳



(注1) 金融、保険を除く。02年は9月期まで。  
 (注2) 各年内に決算月を迎えた企業を集計。たとえば2002年3月期決算の企業は2002年に含める。

02年の特別損失のうち、有価証券等資産処分・評価損は 5.6兆円、46%を占め、前年比 +16%増加した。有価証券の処分・評価損は株価の低迷とともに増加傾向をたどってきたが、01年4月からの金融商品の時価会計完全導入や、企業が保有株を圧縮しようとする動き、および買収先企業の株価急落による評価損計上が、損失を拡大させた（図5）。

図5 東証1部企業の有価証券等資産処分・評価損と日経平均株価



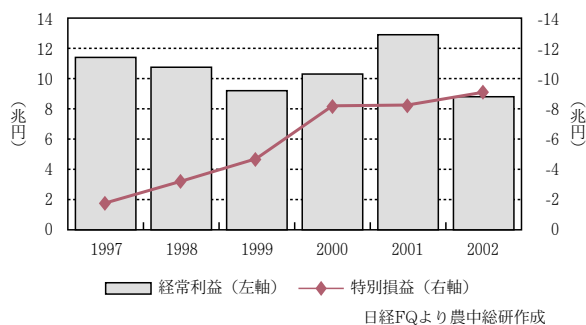
日経FQより農中総研作成

また、02年の特別損失のうち、不動産等有形固定資産処分・評価損は 1.3兆円、全体の11%を占める。地価下落が止まらないため、不動産等有形固定資産処分・評価損は97年から増え続けている。

このほかでは、退職給付関連損失も大きい。2000年度決算から導入された退職給付会計では、退職給付に係る債務総額から既に資金確保されている部分を差し引いた積立不足額を特別損失に計上することが求められることとなった。これに加え、リストラ等で早期退職者を募り、割増支給した退職給付を特別損失として処理した企業が多かったとみられる。これらによって01年には退職給付関連損失がふくらみ特別損失の42%を占めるに至った。02年に退職給付関連損失は前期比 81%減少したが、それでも 1.3兆円と大きな金額となっている。

このような特別損失に対して、02年の東証1部上場企業の特別利益は3.1兆円。特別利益から特別損失を差し引いた特別損益は 9.0兆円の赤字となった。これは02年の東証1部上場企業の経常利益(8.7兆円)を上回る赤字額であり、最終損益合計は赤字に転落したことになる(図6)。

図6 東証1部企業の経常利益と特別損益



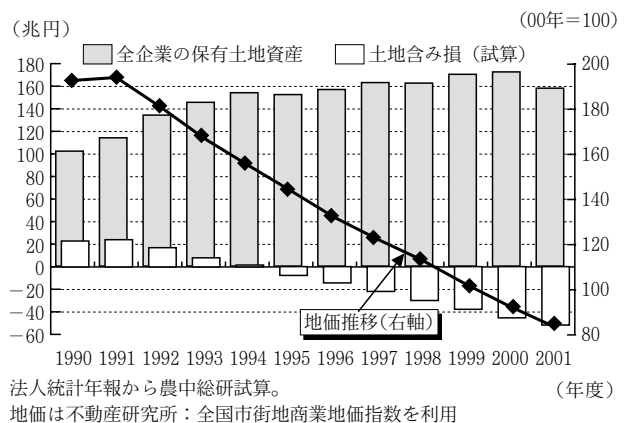
資産デフレによる不動産や有価証券の評価損・売却損、企業再編のリストラ費用が業績に重くのしかかっている。その結果計上された巨額の特別損失は、経常利益を目減りさせるだけにとどまらず、多くの企業の最終損益を赤字に転落

させ資本を毀損し、企業体力を消耗させている。03年3月期決算でも株価下落で業績下方修正の動きが出ており、特別損失は高止まりする可能性が大きい。

### 減損会計導入で不動産含み損が表に

株価がバブル崩壊後の最安値を更新するなかで、もう一つの資産デフレの対象である土地等不動産の減損会計延期論が与党内で高まった。05年度から本格導入予定の減損会計によって、企業は大規模な特別損失の計上を迫られる。ピークの4割、70年代末の水準に下落した全国市街地・商業地価に連動するという単純な前提でマクロ的に試算した全国法人企業の土地含み損は01年度に50兆円超に達している(図7)。

図7 企業の土地資産と土地含み損資産



前倒しで土地等不動産の含み損を損失計上する動きも、体力のある一部企業に過ぎない。減損会計は株価下落等に続き、資産劣化をあらかじめにすることになる。

わが国企業が体質強化を進めてきたことは確かであるが、固定費低減の道程は平坦ではないだろう。また、減損会計では不動産の評価損の計上が予想される。投資家の信頼に足る収益体質を作るにはまだ時間を要すると思われる。

(国内経済金融班 渡部、名倉、田口)