

## 強い連結

～「失われた6年」ではなかった～

発表日：2014年8月27日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

企業業績は連結ベースで評価されるのが一般的である。連結対象のグループ企業の総資産は、リーマンショック以降に急速に拡大した。その結果、日本企業の業績拡大は、グローバル化の恩恵を以前よりも色濃く受けている。その恩恵は、日本企業が海外から稼ぐ収益が、配当総額の増加を安定させる、などの効果をもたらしている。日本の所得収支黒字を通じて、経常赤字回避に寄与している部分もある。

### グループ企業の業績が伸びる

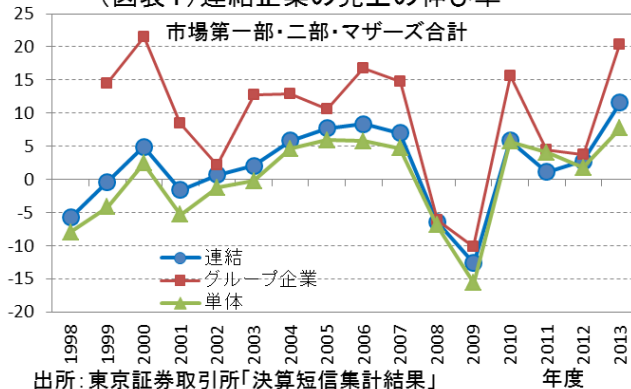
企業業績は、消費税増税を受けた4～6月期の収益も好調さを維持している模様だ。企業にとって、消費税増税の反動減を織り込んで、業績見通しが上方修正されるのならば、それは心強い。企業収益が増えさえすれば、自律的景気拡大のメカニズムによって、来期以降の雇用拡大・賃金上昇、そして設備投資増加を予想されるからだ。

企業収益を考える上で重要なのは、国内要因ばかりではなく、海外経済の影響をより大きく受けている点だ。企業業績は連結決算で評価される。連結対象は、海外子会社などの連結対象先の業績も含んでおり、この連結対象の範囲は年々広がっている。

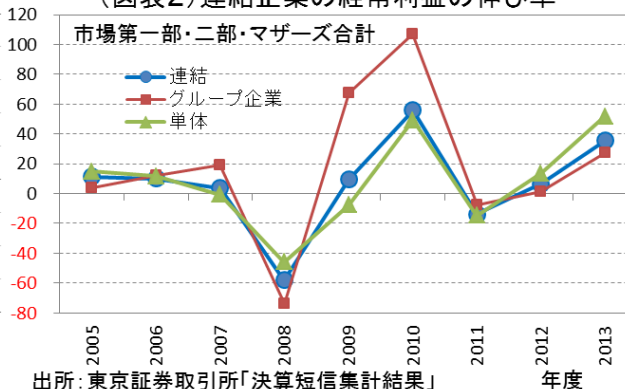
反面、日本の公式統計の多くが単体ベースのアンケート調査になっていて、実際に株式市場などがみている連結決算の状況との間にずれが生じている。代表的な日銀短観、法人企業統計などの企業統計であっても、単体ベースであり、必ずしもより広範囲の連結の企業活動を捉えることになっていない。

もっと明確に言えば、海外子会社を含んでいる連結決算の企業活動は、GDP統計など日本のマクロ統計とも乖離してくる理屈である。グローバル化した企業が活動する範囲が、国内以外のウエイトを高めるほど、そうした傾向は強まる。株価などを動かしている要因が、日本のマクロ経済統計の変化と乖離してきている点は、経済政策の判断を行うときにも重要な視点になる。

前年比% (図表1) 連結企業の売上の伸び率



前年比% (図表2) 連結企業の経常利益の伸び率



実際の連結ベースの企業業績をみてみよう (図表1、2)。日本企業の連結決算の状況が全体的に把握できるのは、東京証券取引所の「決算短信集計結果」である。最新の2013年度連結決算は、全産業

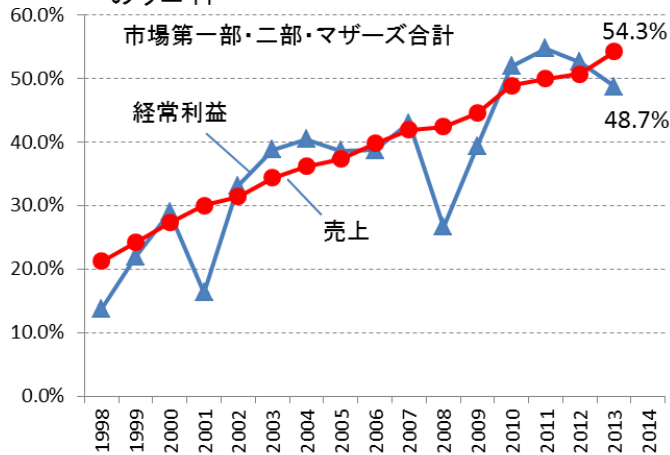
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の売上が前年比 11.5%、経常利益が同 35.6%である。売上の伸びは、過去 15 年間（1998 年度以降）で最も高い伸び率である。ここには消費税の駆け込み要因もあるが、それだけではなく海外事業の要因もある。

着目したいのは、単体と連結の間にある親会社以外のグループ企業（以下、グループ企業と略）である。グループ企業は、海外子会社など消費税の駆け込み需要を受けずに、売上を伸ばしている（2013 年度の売上・前年比 20.3%、経常利益・同 27.5%）。グループ企業の経常利益／連結企業の経常利益は、リーマンショック後の 2010～2013 年度は 50%前後まで高まっている（図表 3）。グループ企業の規模拡大は、経済産業省「海外事業活動基本調査」における日本企業の海外展開と重なった動きをしている\*（図表 4）。消費税増税の影響を色濃く受けた 4～6 月における企業収益が、好調さを維持できた背景には、海外におけるグループ企業の収益寄与も小さくなかったのではないかと推察される。

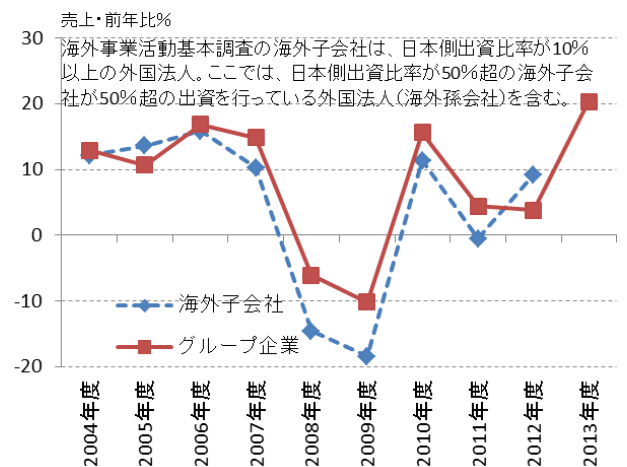
※グループ企業の内訳は正確にはわからない。海外子会社か、国内会社かをはっきりさせる統計の整備が待たれる。

（図表 3）連結企業の売上・収益に占めるグループ企業のウエイト



出所：東京証券取引所「決算短信集計結果」

（図表 4）海外子会社とグループ企業の対応関係



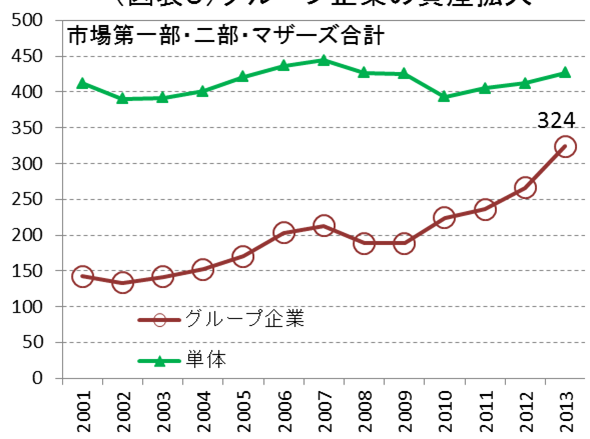
出所：経済産業省「海外事業活動基本調査」  
東京証券取引所「決算短信集計結果」

### リーマンショック後の成長

連結企業の売上・収益規模の拡大が進んでいる状況は、2008 年のリーマンショック後でも着実に進んでいる。これは、グループ企業の範囲が継続的に広がっていることが主因である。筆者が注目したいのは、グループ企業の総資産が、特に 2009 年以降ずっと増加している点である。例えば、2013 年度と 2009 年度のグループ企業の総資産規模を比較すると、189 兆円から 324 兆円へ 1.7 倍に膨張している（図表 5）。

日本企業の ROA が連結ベースで見たときに上昇したのは、企業がグループ企業を拡充し、収益性の高い資産を増やしたことが貢献している。しばしば、日本企業の資産収益率は低いと指摘されるが、グローバル化した企業の場合、海外子会社が牽引役になり、グループ全体の資産収益率を高めている\*\*（図表 6、7）。日本企業が、国内事業を抜本的に見直していないとしても、グローバル化することで収益獲得を目指していることはもっと前向きに評価されてもよいはずだ。

（図表 5）グループ企業の資産拡大

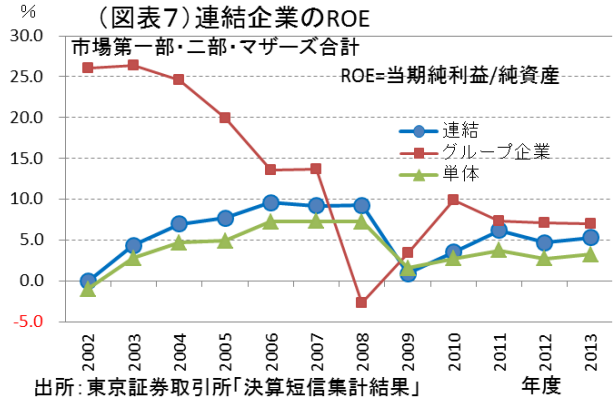
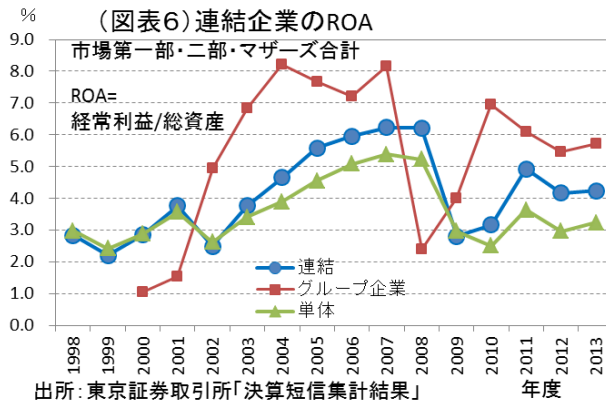


出所：東京証券取引所「決算短信集計結果」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

※※細かくみれば、グループ企業の ROE は 2000 年代よりもリーマンショック後低位で推移している。ここには、グループ企業がバランスシートを以前のように拡大しなくなり、純資産の方がより大きく増えたという事情がある。リーマンショック以降、企業はグループ企業の事業拡大でレバレッジをかけることを手控え、収益性に微妙な変化を及ぼしている。

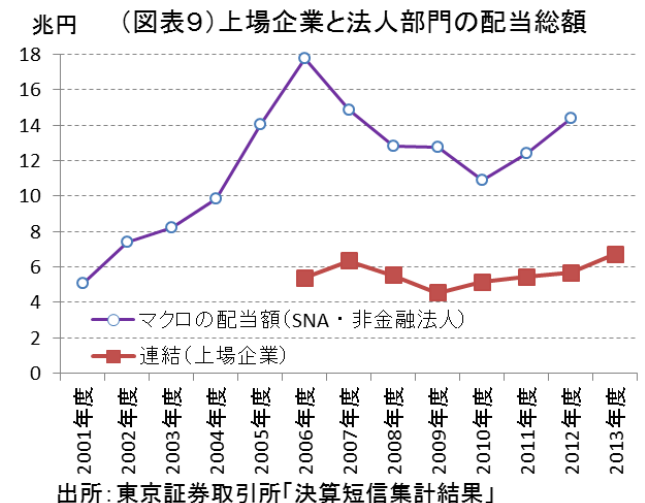
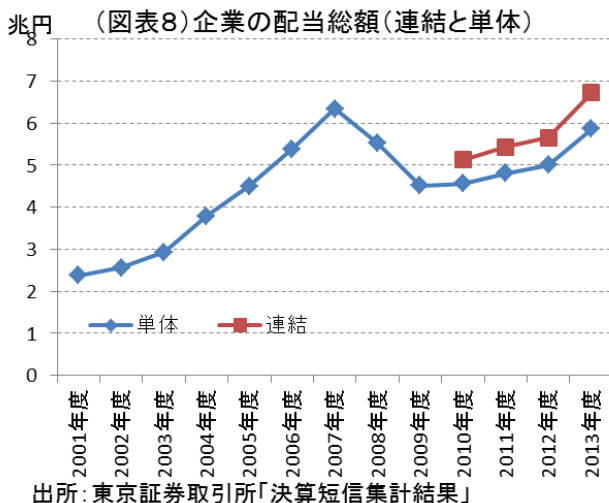
問題は、日本企業の収益力をみるとき、日銀短観や法人企業統計に表れた姿だけが注目されることである。連結企業の実体が、計数面で把握しにくいことが、日本企業の活動を過小評価しがちになる。



2008・09年のリーマンショック後は、日本経済を超円高が襲い、経済政策運営も迷走することが多かったことで、「失われた20年」の延長線上としてカウントされることが一般的である。実際は、円高という環境変化を利用して、M&Aや海外進出という活動を増やすことで、一部の日本企業は事業展開を拡大していた。連結ベースの姿がマクロ統計で必ずしも明らかにされないから、日本企業はリーマンショック後も「失われた20年」の延長線上で苦しんでいるとみられがちになる。実際は、グローバル化という視点でみて、2009～2014年度の6年間は決して、「失われた6年間」ではなかったのだろう。

### グローバル化のメリットとは

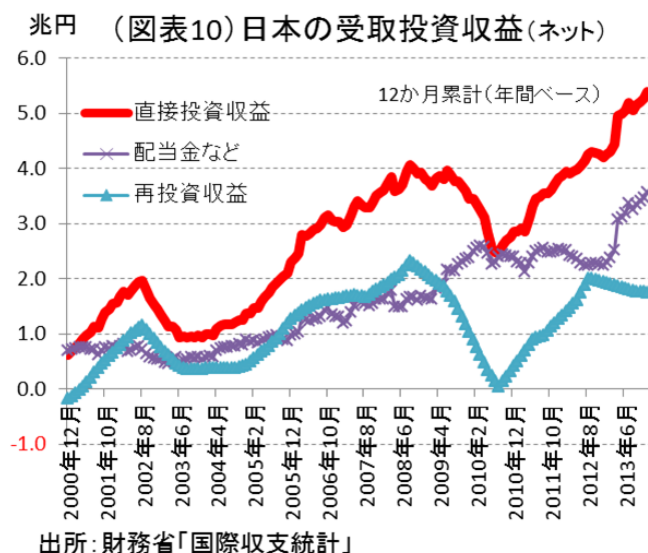
企業がグローバル化するメリットとは何であろうか(デメリットはよく議論される)。連結・単体のデータをみて感じるのは、グループ企業が親会社に集まりやすくなり、株主は配当などを通じてその恩恵を受けている点である。連結企業では、グループ企業の配当はあまり多くなく、代わりに単体企業(親会社)が高い配当性向を維持している(図表8、9)。連結企業の中には、グループ企業の範囲が広がり、利益配分を調整できるようになった利点を活かしている先もあるだろう。日本の法人企業全体の配当額に比べ、単体の配当額は2008・09年の不況期であっても配当の減り方が相対的に小さかった。配当の安定化は、グローバル化の恩恵という見方もできる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ただし、問題は配当の受け取り手は必ずしも国内投資家とは限らない。東証「株式分布状況調査」では、2013年度の株主構成の3割まで海外投資家の割合が高まっている。配当総額6.7兆円のうち、単純に計算して2.1兆円が国内に還流しないという図式になる。海外で稼いだ所得が、株主還元で海外に戻っていくような新しいリンケージもできている。

もうひとつのメリットは、国際収支における黒字である。海外のグループ企業の配当は、国際収支における所得収支になる。最近の所得収支は、直接投資の増加が目立っている（図表10）。わが国が巨大な貿易赤字に転落しても、辛うじて経常赤字にならずに済んでいる。日本の国債消化の信認を維持する上で、企業のグローバル化はプラスに貢献しているのである。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。