

2015年8月11日 全7頁

企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き

大企業製造業が設備投資のけん引役に

小林 俊介*
久後 翔太郎**
橋本 政彦***

[要約]

- 足下の日本経済はこれまでの拡大傾向が一服しているが、企業収益は極めて高い水準での推移が続いている。こうした良好な企業収益を背景として、設備投資の拡大や、雇用環境の改善を背景とした消費の回復などに代表される「経済の好循環」はどのような形で進展していくのだろうか。その答えを探るべく、本稿では業種別・規模別で見た企業の利益分配を分析し、賃金・設備投資の先行きを検討する。
- 雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になるとみられる。加えて、設備投資の企業収益に対する弾性値が大きいことから、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。
- 一方、大企業非製造業では、雇用不足感が強く人件費の増加圧力は高まっているものの、労働分配率の水準が低いため、収益を経由した設備投資の押し下げは限定的なものになるとみられる。また、大企業製造業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性は低い。マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

* エコノミック・インテリジェンス・チーム エコノミスト

** エコノミック・インテリジェンス・チーム エコノミスト

*** ニューヨークリサーチセンター エコノミスト

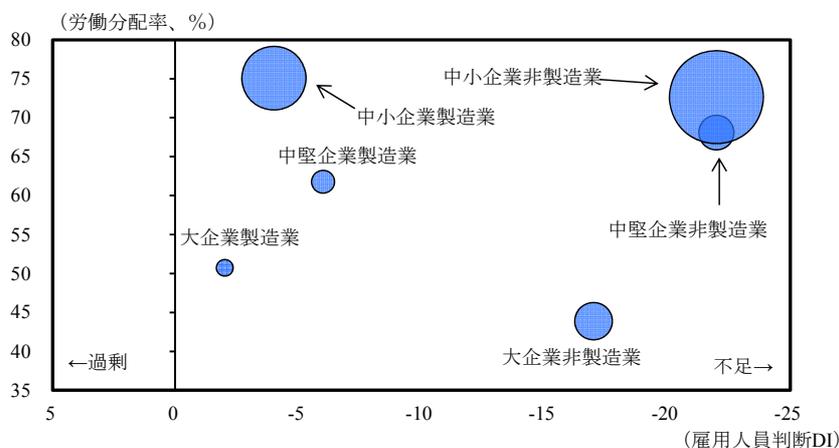
企業規模・産業別に見た、利益分配の定量分析

中小企業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性

足下の日本経済はこれまでの拡大傾向が一服しているが、企業収益は極めて高い水準での推移が続いている。2012 年末以降の円安傾向が輸出売上を押し上げてきたことに加えて、固定費を中心とするコスト削減により企業の収益性は向上しており、法人企業統計に見るマクロの経常利益は 2014 年 10-12 月期には過去最高水準を更新した。さらに、2014 年半ばから急速に進んだ原油価格の下落は、半年程度のタイムラグを伴って企業収益を押し上げるとみられることから、企業の利益は今後一層増加する公算が大きい。こうした良好な企業収益を一つの背景として、設備投資の活発化やベースアップの拡大など、「経済の好循環」は徐々に広がりつつあると言える。これらの動きに代表される「経済の好循環」はどのような形で進展していくのだろうか。その答えを探るべく、本稿では業種別・規模別に見た企業の利益分配を分析し、賃金・設備投資の先行きを検討する。

図表 1 は、企業規模別・産業別に雇用過剰感、労働分配率、設備投資の企業収益に対する弾性値を見たものである。本稿の結論をあらかじめ述べると、雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になるとみられる。加えて、設備投資の企業収益に対する弾性値が大きいことから、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業非製造業では、雇用不足感が強く人件費の増加圧力は高まっているものの、労働分配率の水準が低いため、収益を経由した設備投資の押し下げは限定的なものになるとみられる。また、大企業製造業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性は低い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

図表 1：企業規模別・産業別に見た雇用過不足感、労働分配率、設備投資の収益弾性値



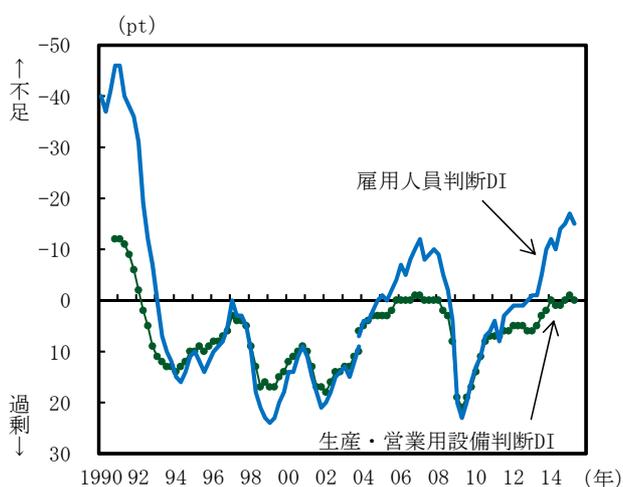
(注) プロットの大きさは設備投資の企業収益（キャッシュフロー）に対する弾性値。
労働分配率は大和総研による季節調整値。2015年1-3月期時点。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

高まる設備・雇用の不足感

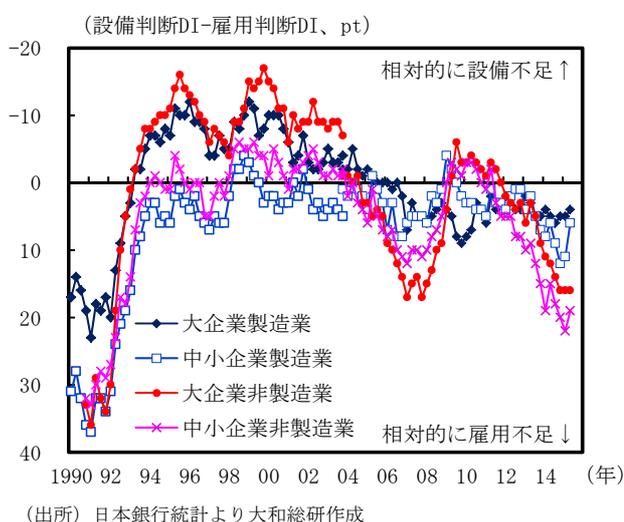
高水準の企業利益が設備投資や賃金などに、どのように分配されるかを考える上で、まず、それぞれの投資に対してどれほどの需要があるかを確認する。日銀短観における生産・営業用設備判断DI および雇用人員判断DI の推移を見ると（**図表 2**）、設備および労働力に対する需要は足下まで回復傾向にあることが分かる。設備判断DI については、リーマン・ショック以降、生産水準の回復が遅れる中で過剰超での推移が続いてきたが、足下でようやくリーマン・ショック以前と同水準まで改善し、過剰感がほぼ解消されている。また、雇用判断については 2013 年初から不足超での推移が続いてきたが、足下ではリーマン・ショック前のピークを上回る水準まで高まっており、労働需給が非常にタイトな状況にあることを示している。

次に、設備、雇用双方の不足感が高まる中、設備、雇用どちらの不足感がより切迫したものであるかを企業規模別・産業別に確認したものが**図表 3**である。これを見ると、いずれの企業規模、産業でも相対的に雇用の不足感が強い様子が見て取れる。とりわけ中小企業ではその傾向が顕著であり、人手不足が切実であった 1990 年代以来の雇用不足感となっている。大企業に関しては、非製造業では中小企業ほどではないものの、相対的に雇用不足感が高まりつつあることが確認できる。一方、製造業については、方向感として雇用不足が深刻になりつつあるものの、過去との絶対水準の比較においては、雇用不足感はそれほど深刻ではない。

図表 2：設備判断DI と雇用判断DI（全規模全産業）



図表 3：設備判断DI と雇用判断DI の差

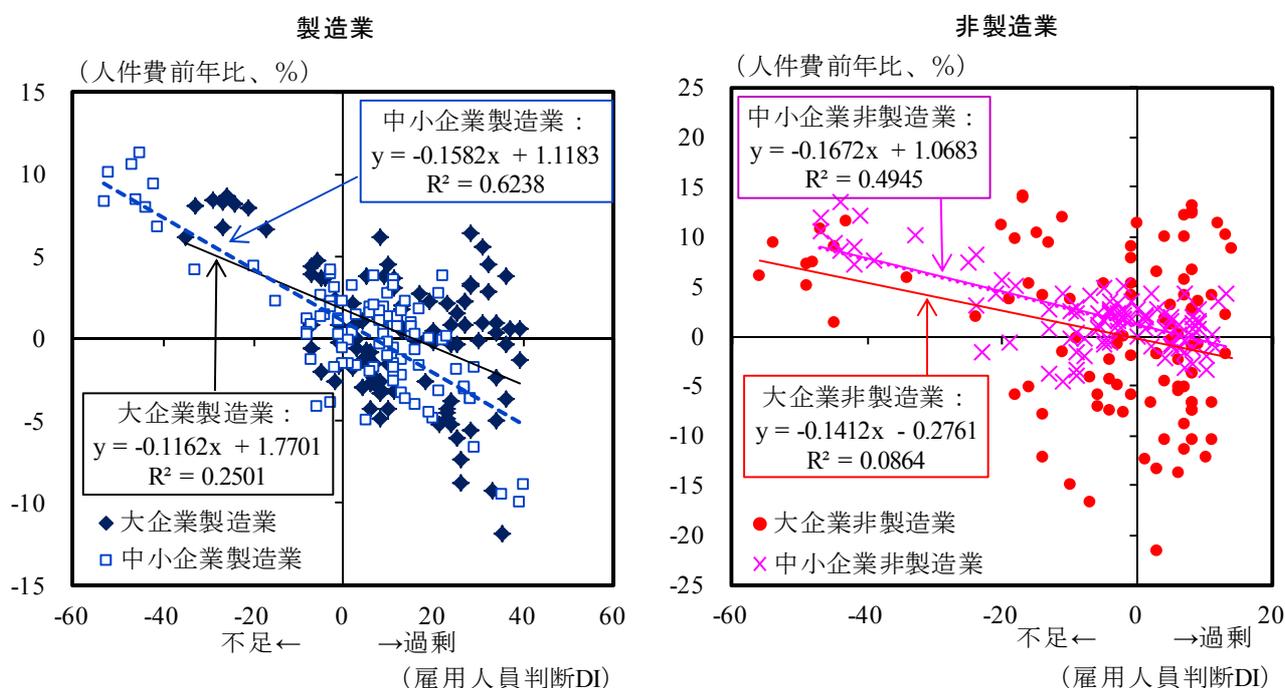


労働需給ひっ迫は中小企業を中心に人件費負担増加圧力に

ここまで見てきたように、景気拡大が続く中で、設備・雇用に対する需要は高まっており、とりわけ雇用の不足感が強まっている。こうした雇用不足感を解消するためには、企業は雇用者数を増加させる必要があり、企業の人件費負担は今後増加する可能性が高いだろう。失業率の水準は構造失業率に迫る水準まで低下し、有効求人倍率も1倍を上回って推移するなど、マクロの労働需給は非常にひっ迫した状況にある。このため企業が追加的に労働力を確保するためのコスト、すなわち賃金にも上昇圧力がかかる公算が大きいことも、人件費増加の要因になるとみられる。

実際に過去の雇用過不足感と人件費の関係を企業規模別・産業別に確認してみると(図表4)、大企業に関しては、製造業、非製造業の双方において、人件費と労働需給の関係性が弱い。すなわち労働需給以外の要因が人件費の増減に影響を与えているとみられる。一方で、中小企業では雇用過不足感と人件費の変化には一定程度関係性が見られており、雇用不足が人件費増加要因となる可能性が高いことを示唆している。前項で確認した通り、足下では経済全体として雇用のひっ迫感が高まる中、特に中小企業では雇用不足が深刻な問題となっており、過去の関係性に照らせば、中小企業では人件費負担が増加する公算が大きい。

図表4：企業規模別・産業別 雇用過不足感と人件費の関係



(注) データ期間は1990年1Q～2014年4Q。

(出所) 日本銀行、財務省統計より大和総研作成

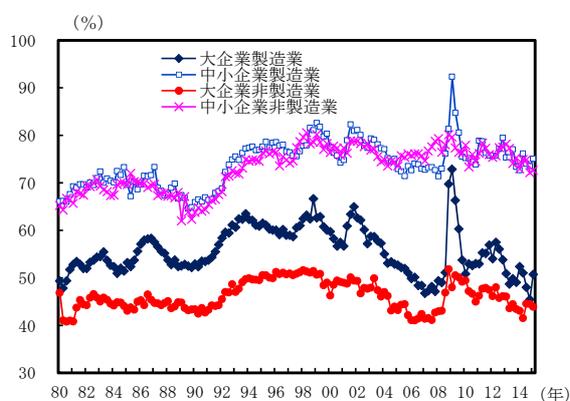
中小企業は労働分配率が高く、収益が設備投資に与える影響が大きい

利益処分という観点からすると、設備投資や株主分配などを優先して人件費を抑制するという可能性もあるものの、前項で確認した通り、相対的に雇用の不足感が高まっていることに加えて、マクロの労働需給が非常にひっ迫する中では、企業は労働力確保のために人件費の増加を余儀なくされるとみられる。人件費負担の増加は企業収益を押し下げる方向に作用するが、総コストに占める人件費の割合が高い企業、産業ほどその悪影響は大きくなる。**図表 5** は労働分配率の推移を企業規模別・産業別に見たものである。これを見ると、構造的に製造業、非製造業を問わず、中小企業の労働分配率が相対的に高いことが確認できる。つまり、人件費の増加が企業収益に及ぼす影響は中小企業ほど大きくなる。

ただし、企業収益の変化は設備投資に影響を与えるものの、それはあくまで設備投資を決定する一要因であり、収益の変化が設備投資に与える影響は企業ごとに一様ではないとみられる。そこで企業規模別・産業別に設備投資関数を推計し、企業収益の変化が設備投資に与える影響（弾性値）を比較すると（**図表 6**）、企業規模が小さいほど企業収益の変化が設備投資に与える影響が大きいという結果になった。

以上を踏まえると、雇用の不足感が強い中小企業は、コストに占める人件費の割合が高いため、人件費の増加が収益悪化要因になるとみられる。さらに、中小企業の設備投資は企業収益に対する弾性値が高いため、収益の変化が設備投資に大きな影響を与えることになる。ただし、人件費増加の背景には生産活動の拡大があり、これ自体は設備過剰感の解消を通じて設備投資需要を喚起する要因になることから、マクロの設備投資は増加基調が続く見込みである。相対的には中小企業での設備投資が伸びづらく、設備投資増加の中心はあくまで大企業になるとみられるが、中小企業についても需給要因を主因に設備投資は増加基調が続く可能性が高く、過度に悲観視する必要はないだろう。

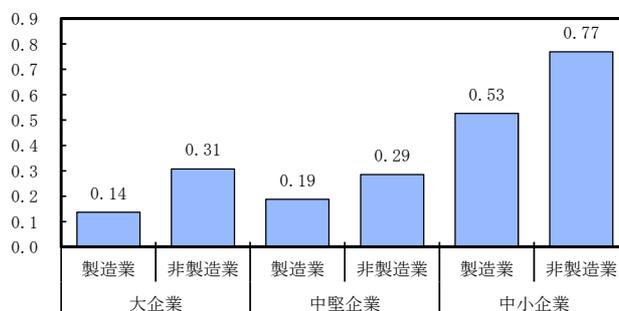
図表 5：企業規模別・産業別労働分配率



(注) 労働分配率=人件費/(経常利益+人件費+減価償却費+支払利息)。
大和総研による季節調整値。

(出所) 財務省統計より大和総研作成

図表 6：設備投資の企業収益に対する弾性値



(注) 図表の値は以下の規模別産業別設備投資関数における α の値
 $\ln(\text{実質設備投資}) = \alpha \ln(\text{実質キャッシュフロー}) + \beta \text{生産・営業用設備判断DI}$
 $+ \gamma \text{実質金利} + \text{定数項}$
 設備投資、キャッシュフロー、金利は設備投資デフレーターで実質化。
 (出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

アンケート調査に見る企業の利益分配スタンス

大企業は設備投資、中小企業は従業員還元積極的に

最後に、視点を変えて法人企業景気予測調査を用いて企業の利益分配スタンスを企業規模別・産業別に確認してみる（**図表 7**）。まず、全産業ベースでの結果に注目すると、大企業では「設備投資」（60.3%）の重要度が最も高く、「内部留保」（56.1%）、「株主への還元」（55.4%）が続く結果となっている。「設備投資」が1位となったのは2007年度調査以来、7年ぶりであり、企業の設備投資意欲が改善傾向にあることが確認できる。一方、中小企業に関して見ると、「内部留保」（56.8%）の重要性が最も高く、「従業員への還元」（55.4%）がそれに次ぐ形となっており、大企業で1位となった「設備投資」の割合は39.8%と、大企業に比べるとその重要度は大きく後退する。

また、内訳をさらに製造業・非製造業に分けて見ると、中小企業の中でも製造業については「設備投資」（51.1%）の割合が比較的高く、全体の中で2位となっている。一方、中小企業非製造業では「設備投資」の割合が37.5%と、相対的に低位にとどまっており、投資に対して慎重な様子が見えらる。こうしたアンケート結果は、前項の定量分析とおおむね整合的であり、中小企業における雇用のひっ迫、人件費負担の増加が、設備投資を抑制する要因となる可能性を示唆していると言えよう。

図表 7：企業の利益分配のスタンス

（回答社数構成比、%）

	全産業		製造業		非製造業	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業
設備投資	① 60.3	39.8	① 69.7	② 51.1	② 55.4	37.5
新製（商）品・新技術等の研究・開発	24.9	14.3	43.8	26.5	14.9	11.8
関連会社への出資、M&A	10.3	3.7	9.8	3.1	10.5	3.8
有利子負債削減	21.8	30.2	24.3	27.6	20.4	30.7
新規雇用の拡大	7.3	19.1	2.8	20.0	9.7	18.9
従業員への還元	27.2	② 55.4	26.0	① 62.1	27.8	② 54.1
役員報酬・賞与	3.3	22.8	2.4	18.1	3.7	23.7
株主への還元	55.4	9.3	② 55.7	7.9	55.2	9.6
内部留保	② 56.1	① 56.8	44.3	47.9	① 62.4	① 58.6
その他	1.7	3.0	0.8	2.3	2.1	3.2

（注1）10項目中1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比。

（注2）2014年度実績、調査時点は2015年1-3月期。

（出所）内閣府、財務省統計より大和総研作成

まとめ

本稿では拡大傾向にある企業収益の配分という観点から、賃金及び設備投資の動向について考察した。この考察から得られたインプリケーションをまとめれば下記の様な結論となる。

まず雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になるとみられる。加えて、設備投資の企業収益に対する弾性値が大きいことから、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業非製造業では、雇用不足感が強く人件費の増加圧力は高まっているものの、労働分配率の水準が低いため、収益を経由した設備投資の押し下げは限定的なものになるとみられる。また、大企業製造業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性は低い。マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。