

# 日本の大企業（東証一部上場企業）の収益性に関する 長期時系列分析（1960年代～1990年代）

—使用総資本事業利益率の観点から—

武見浩充

## はじめに

わが国では、1980年代に企業が過剰な債務を負い、その結果としてのバブル、そして90年代に入ってから同崩壊が起きたと考えられている。その一つの証左として、2000年前後には銀行の不良債権処理が問題となった。また、債務が過剰であれば、企業は過剰に資産を保有しており、収益率指標も低迷するなど、資本の効率性が阻害されていることを意味する。

この経営の根幹に関わる問題は、マクロ経済の状況、金融資本市場の特性、コーポレート・ガバナンスなどの視点から研究されてきており、特にコーポレート・ガバナンスに関わる企業の資本コスト認識との関連では多くの研究がなされてきている。例えば、米澤・松浦（2000）は、わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える影響をみるなかで、内部留保利益が株主からみて効率的に利用されているとはいえないとしている。宮島・蟻川・斎藤（2001）は、石油ショック前後とバブル期を比較検証し、企業がフリー・キャッシュフローを収益性の低いプロジェクトに向けていたことを示唆している。一方、福嶋（2003）は、事後の実現したリターンをみる限りでは投資家の期待を満たしていることを示している。

武見（2005）は、その分析のなかで90年代のみを日本企業の業績低迷の時期とすることは誤りであり、傾向としてみれば70年代まで遡ることが可能であり、産業全体を俯瞰すれば長期に渡って生産性の上昇を上回る人件費の上昇がみられることを示している。これを企業の利害関係者間でみれば、株主が従業員を長期に渡って援助していたことになる。この人件費に焦点を合わせた分析は、例えば宮永（2002）にみられ、同様な結論を得ている。

本稿では副題にみるように、使用総資本事業利益率（総資産利益率）を用いた分析を行う。これは同率が、上記2つの事項である資本と経費管理の双方に関わる混成指標、すなわち総資産回転率（売上高／総資産）と事業利益率（（営業利益＋受取利息配当金）／売上高）を掛け合わせたものであり、前者は設備投資といった資本コストが、後者は労務費・人件費などが関係しているためである。本稿では、これらを通じて日本企業の戦略上の特徴を見出すことができると考えている。

なお、分析に用いる企業財務データは、日本政策投資銀行設備投資研究所が1950年代半

ばから企業の有価証券報告書（東京，大阪，名古屋証券取引所1部，2部上場企業（金融，保険を除く））をもとに企業財務データバンクとして収録，蓄積したものをい用い，松尾ほか（2002）が発表した『財務データで見る産業の40年』の基礎集計データを使用している。

## 第1章 業績の推移

### 第1節 マクロ経済の状況

先ず，分析に対する洞察を深める点で重要である各時代のマクロ経済の状況を，簡単にみておく。

60年代の外部環境としては，以下がある。

- ① 360円/\$の固定相場制
- ② 安価で無制限と考えられていた化石燃料
- ③ 米国を中心とする OECD 諸国の経済的な安定などがあり，国内では，
- ④ 規制金利
- ⑤ メインバンクの存在
- ⑥ 金融行政における護送船団方式

これらの安定した状況を前提とすることが可能であったことに加え，マクロ経済においても61年12月に岩戸景気終了後1年も経ない内にオリンピック景気（62年11月～64年10月）を迎え，またその終了後も1年程度でいざなぎ景気（65年11月～70年7月）を迎えている。

70年代に入ると，以下の環境変化が生じている。

- ① 71年8月のニクソンショックに端を発する73年2月の変動相場制への移行によって固定相場制は消滅
- ② 同年10月の第一次石油ショック，78年12月の第二次石油ショックによって安価な化石燃料の前提が崩壊
- ③ OECD 諸国の経済不安化

このように対外環境の不確実性が大きく高まっている一方，⑤や⑥のような国内金融行政面の安定性は維持されており，加えて株式の持ち合いに代表される企業間の相互依存も維持されている。ただし，国債の大量発行に伴い76年3月には現先取引の解禁，77年4月以降は銀行保有国債の売却制限緩和など，金利自由化（金利変動幅の拡大）への端緒がみられる。なおマクロ経済面では，75年に戦後初のマイナス成長（-1.4%）を記録している。

80年代は，二度の石油危機から立ち直るなかで外需を抑制する円高（85年プラザ合意。円高不況（86年6月～11月））に遭遇したものの，いわゆるバブル経済に至っている。特に，80年には外国貿易および外国貿易管理法「外為法」の改正があり，対外取引原則禁止から原則自由・例外規制にその内容が変更されたこともあって，活発な外貨取引が行われるようになった。また，84年5月には円の国際化に関する日米円ドル委員会報告「金融の自由化および円の国際化についての現状と展望」が公表されるなど，金融を通じた内外経済の一体化がさらに強まる傾向を見せている。

90年代は，92年のバブル崩壊，金融機関の連続破綻などの金融危機，95年には¥80/\$を上回る超円高に見舞われるなか，マクロ経済面でも積極的な財政支出の効果は従来と異

なってみられず、マイナス成長を余儀なくされている。このようなマクロ経済政策の効果に関する不確実性に加えて、96年には日本版金融ビッグバンと称されるフェア「自由」・フリー「公正」・グローバル「世界的な基準に即した金融システムの構築」を目指した金融改革案が提唱されている。このため、事業構造を安定化させる意味で適切と考えられた株式持ち合い、メインバンク制、さらに年功序列賃金・終身雇用制など、アベグレン(2004)がいう日本的経営を特徴付けてきた多くが終わりを迎えている。

## 第2節 業績の推移

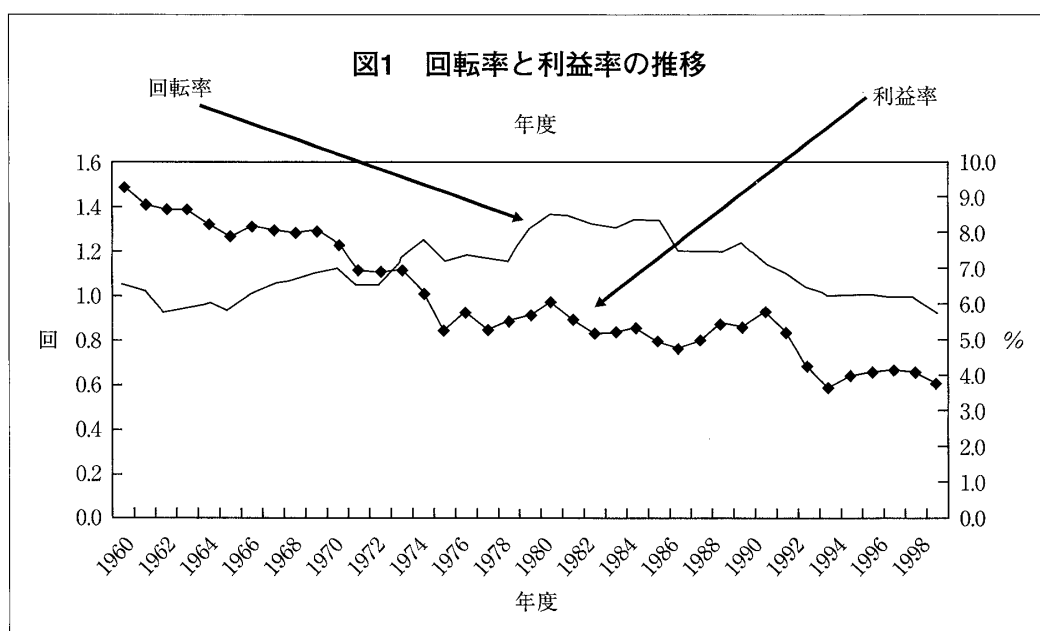
### 第1項 全産業

全産業の1960年度～98年度間の使用総資本事業利益率（以下、損益率）の平均は6.8%である。また、同期間中の使用総資本回転率は1.1回（以下、回転率）、事業利益率は6.1%である。

	損益率(A)	回転率(B)	事業利益率(C)
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	8.3%	1.0回	8.1%
～プラザ合意直前の84年度まで	7.1%	1.3回	5.7%
～バブル崩壊直前の91年度まで	6.3%	1.2回	5.3%
以降98年度まで	4.0%	1.0回	4.0%

(注) (A) = (B) × (C)

上記からは、失われた10年と称される90年代の回転率は石油ショック直前の水準と差ほど変わりにく、損益率の低下は主に事業利益率の低下によっていることがわかる。また、この長期に渡って低下する損益率(A)変化の平均は-2.2%となっており、さらにその変化への寄与をみると、回転率(B)-0.1%、事業利益率(C)-1.9%、両要素による寄与率-0.2%で（四捨五入による誤差あり）、管理運営面の巧緻あるいは商品競争力などの付加価値（ネット）を反映する事業利益率の影響が大きい。



上記と同様の期間区分で、回転率を求める際の売上高とバランスシートの大きさを示す使用総資本の年度毎変化の差をみると、以下となる。

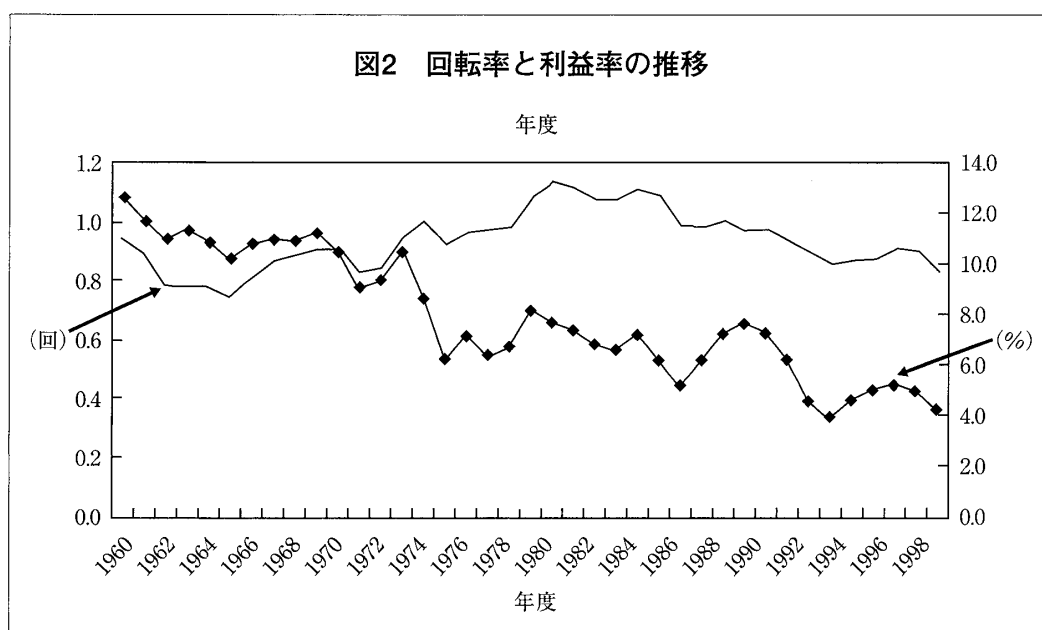
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	0.2%。
～プラザ合意直前の84年度まで	： 2.9%
～バブル崩壊直前の91年度まで	： -2.4%
以降98年度まで	： -2.3%

これらからは、プラザ合意までの間においては、売上高の伸びが使用総資本を上回る状況にあったが、85年以降はこの関係が逆転し、回転率の低下を招いていることがわかる。これは、バランスシート不況ともいえるバブル崩壊後の低迷の萌芽はプラザ合意以降から既にあったことを示している。プラザ合意以前と以後の売上高の変化と使用総資本の変化を比べると、以前では売上高13.4%、使用総資本11.8%である一方、以後では1.0%と3.4%と変化率自体の水準が大きく減少すると共にその関係も逆転しており、売上高の伸び率の低下に、使用総資本の縮小テンポが合致していないことがわかる。

## 第2項 製造業

製造業の1960年度～98年度間の損益率の平均は7.4%である。また、回転率は0.9回、事業利益率は8.0%である。

	損益率	回転率	事業利益率
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	9.3%	0.9回	10.8%。
～プラザ合意直前の84年度まで	： 7.7%	1.0回	7.5%
～バブル崩壊直前の91年度まで	： 6.5%	1.0回	6.6%
以降98年度まで	： 4.1%	0.9回	4.7%



これらからは、全産業と同様に失われた10年と称される90年代の回転率は石油ショック直前の水準と差ほどの変わりはなく、損益率の低下は主に事業利益率の低下による。また、損益率の変化幅の平均は-1.9%、さらにその変化への寄与をみると、回転率-0.2%、事業利益率-2.1%、両要素による寄与率0.2%で、事業利益率の影響が大きい。

回転率を求める際の売上高と使用総資本の年度毎の変化率差を、上記と同様の期間区分でみると、以下となる。

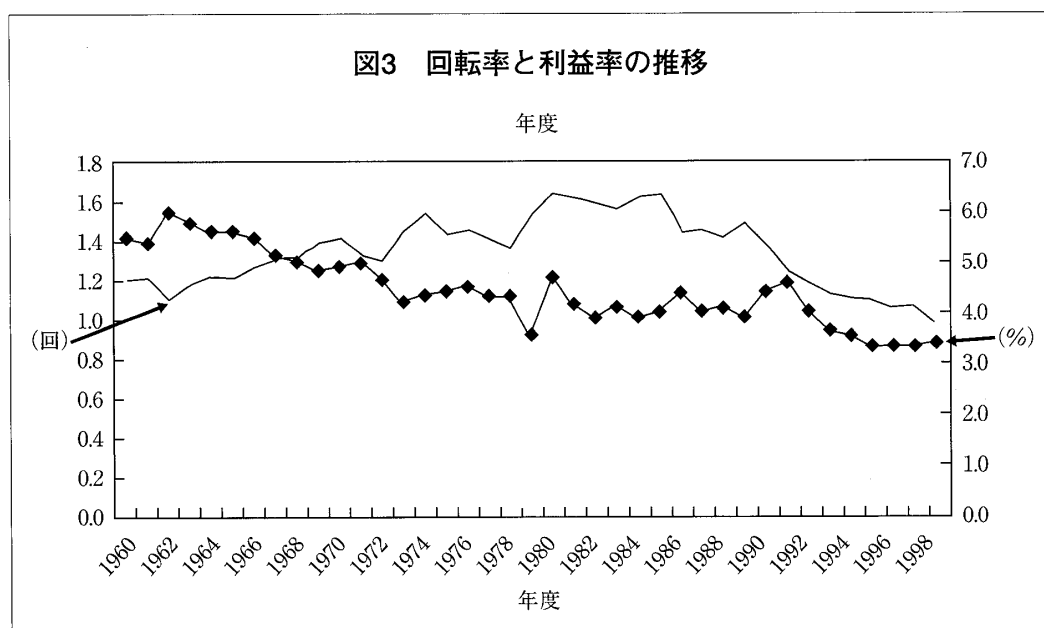
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	-0.6%。
～プラザ合意直前の84年度まで	： 2.6%
～バブル崩壊直前の91年度まで	： -2.2
以降98年度まで	： -1.2%

これらの結果で留意すべきは、売上高の変化が使用総資本の変化を上回る状況にあった期間が、石油ショック以降のプラザ合意までの間のみであったことである。なお、プラザ合意以前と以後の売上高と使用総資本の変化を比べると、以前では売上高12.5%と使用総資本11.6%である一方、以後では1.5%と3.2%と変化率自体の水準およびその関係も逆転しており、売上高の伸び率の急激な低下と使用総資本の縮小テンポを合致していないことがわかる。

### 第3項 非製造業

非製造業の1960年度～98年度間の事業利益率の平均は6.0%となっている。また、回転率は1.4回、損益率は4.4%である。

	損益率	回転率	事業利益率
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	6.7%	1.3回	5.3%。
～プラザ合意直前の84年度まで	： 6.4%	1.5回	4.2%
～バブル崩壊直前の91年度まで	： 6.1%	1.4回	4.2%
以降98年度まで	： 3.8%	1.1回	3.5%



これらからは製造業と異なり、失われた10年と称される90年代の回転率は従前を大きく下回っており、損益率の低下は製造業と比較すれば回転率の低下によってもいることがわかる。さらに、事業利益率の変化幅の平均は-0.9%と、回転率の-0.4%を上回っており、非製造業にとっては回転率（設備投資など資本支出といった長期的視点を必要とする経営戦略）、事業利益率（日常的な経費の効率化などの事業運営）共に課題となっている。なお、両要素による寄与率は0.2%で、水準自体は製造業と同程度にある。

回転率を求める際の売上高と使用総資本の年度毎変化率の差を、上記と同様の期間区分で見ると、以下となる。

～第一次石油ショック直前の72年度まで：	0.9%
～プラザ合意直前の84年度まで	： 3.1%
～バブル崩壊直前の91年度まで	： -2.7
以降98年度まで	： -3.1%

これらの結果からプラザ合意までの間においては、売上高の変化が使用総資本の変化を上回る状況にあったが、85年以降はこの関係が逆転し、特にバブル崩壊後にさらにその幅が拡大している点に製造業との相違がある。プラザ合意以前と以後の売上高と使用総資本の変化率を比べると、以前では14.2%と12.2%、以後では0.7%と3.6%と変化率自体の水準およびその関係も逆転しており、売上高の伸び率の急激な低下と使用総資本の縮小テンポが合致していないことがわかる。

以上、全産業、製造業、非製造業をみると、長期的な視点を要する資本支出に関係する回転率は非製造業が製造業に比して全期間を通じて相対的に高いことがわかった。一方、製造業は4期間中で1期間のみで売上高の伸びが使用総資本の伸びを上回っているに過ぎないが、売上高と使用総資本の年度毎変化率の差の推移からは、98年以降のリストラ本格化前から調整傾向がみられる。非製造業は2期間で売上高の伸びが使用総資本の伸びを上回るが、バブル崩壊後では製造業と異なって売上高と使用総資本の負の変化率差が、むしろ拡大しており、その縮小が製造業に比して困難だったことがわかる。これは、伊丹（2000）がいう戦略なき投資の悲劇により失われた10年が、この分析からみる限りでは主に非製造業に関する問題であった可能性を示唆している。

前田・吉田（1999）は、日本企業のROE、ROA重視姿勢の背景を検証するなかで、マクロベースの資本収益率（資本の平均生産性×資本分配率）の動向を捉えて、一貫して低下傾向にあるが、90年代にはその傾向が強まり直近では80年代の半分程度にまで低下していると指摘している。また、その要因としては①長期的にみて労働が稀少かつ貯蓄が豊富なもとで、早いテンポで資本蓄積が行われてきた結果、一貫して資本の平均生産性が低下してきたことに加え、②90年代には時短などの影響から、労働の希少性についての意識が強まるもとで資本蓄積のテンポがやや速まった一方で、経済のショックに対して実質賃金の調整が相対的に小さく、資本分配率が低下したこと、③規制緩和やバブル崩壊といった90年代における経済構造の変気あの中、構造的に低収益となった企業の変革や資産の流動化が進んでいないことがあげられている。さらに検証を必要とするが、この構造的ということに関しては、損益率の変化への寄与をみると、回転率と事業利益率両要素による

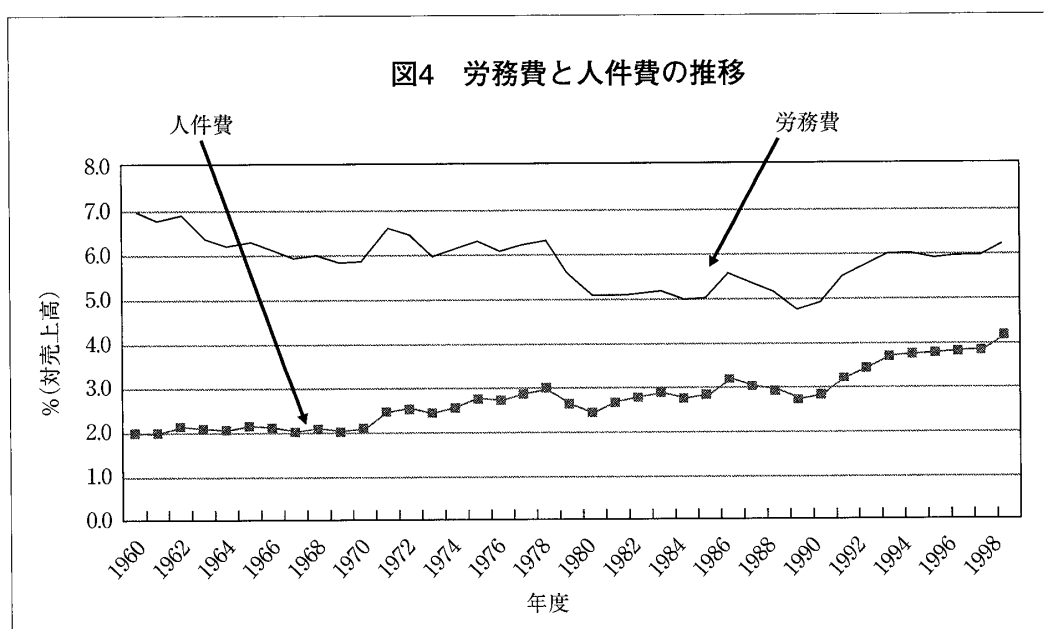
寄与率は製造・非製造両産業個別でプラスとなりながら、全産業ではマイナスとなっている点は興味深い。これは上記にみたように、たんに非製造業のみの問題と捉えるべきではなく、日本の産業全体の問題としてみるべきであることを示唆していると考えられる。

## 第2章 人件費，資金需給の推移

### 第1節 人件費の推移

#### 第1項 全産業

全産業の1960年度から98年度までの原料費中の対売上高比平均労務费率（以下，労務费率）は5.8%，販売管理費中の人件费率（以下，人件费率）は2.7%となっている。また，変動係数は前者が9.6，後者が21.7で人件費の変動が大きい。



	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	6.3%	2.1%
～プラザ合意直前の84年度まで	5.7%	2.7%
～バブル崩壊直前の91年度まで	5.2%	2.9%
以降98年度まで	6.0%	3.8%

経済状況毎に時期を区切ると，労務費は好況が持続した石油ショック以前の水準と，バブル崩壊後が6%台でほぼ同水準にある。また，バブル期に至る85年から91年度までが最も低い。人件費は，石油ショック以前の好況持続期が最も低い一方で，バブル崩壊後は3.8%と増加している。

労務費，人件費の伸び率を，1960年度から98年度までの平均でみると各々7.9%と10.0%で，人件費の伸びが高くなっている。この伸び率を上記と同様に，経済状況毎でみると以下となる。

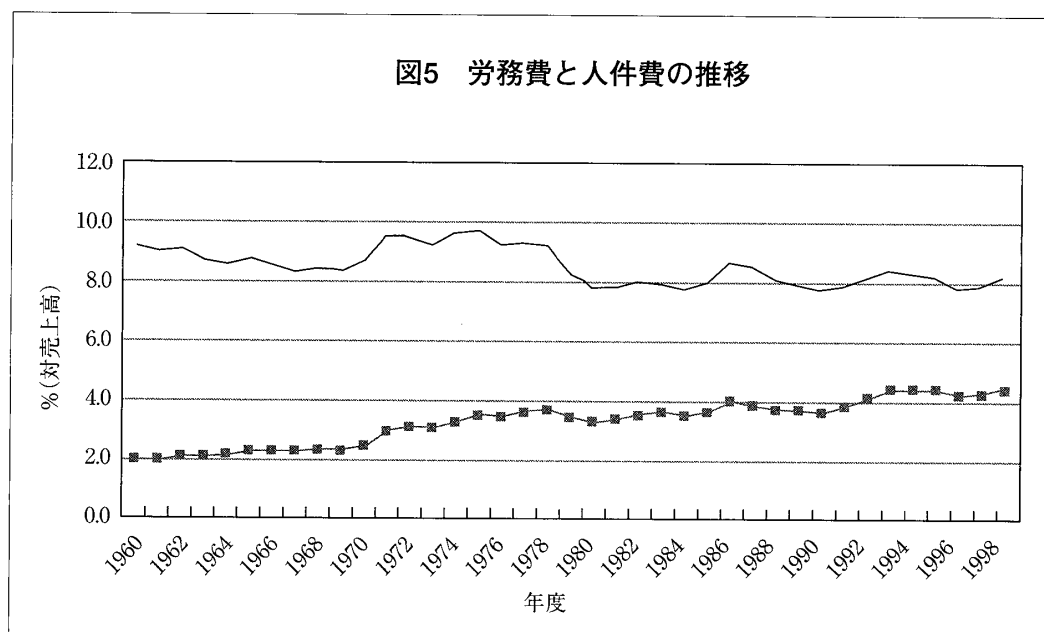
	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	13.9%	16.8%
～プラザ合意直前の84年度まで	8.8%	10.9%
～バブル崩壊直前の91年度まで	4.5%	5.4%
以降98年度まで	-0.6%	1.3%

総ての状況下で、人件費の伸び率が労務費の伸びを上回り、特にバブル崩壊後では後者が負に転じているにも関わらず正の水準にあり、資本の効率性（資産回転率）を売上高（配置転換）によって達成しようとする傾向が示唆される。

## 第2項 製造業

製造業の1960年度から98年度までの労務費率は8.5%、人件費率は3.2%となっており、また変動係数は前者0.7、後者2.4と共に小さい。

	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	8.9%	2.3%
～プラザ合意直前の84年度まで	8.7%	3.4%
～バブル崩壊直前の91年度まで	8.1%	3.7%
以降98年度まで	8.1%	4.2%



経済状況毎に時期を区切ると、労務費はプラザ合意以前の水準がそれ以降よりも高く、またバブル崩壊前後は同水準にある。人件費は、石油ショック以後増加を続け、バブル崩壊後には4%台の水準に達している。

労務費、人件費の伸び率を、1960年度から98年度までの平均でみると、各々8.0%と10.4%と人件費の伸びが高い。この伸び率を上記と同様に、経済状況毎でみると以下となる。



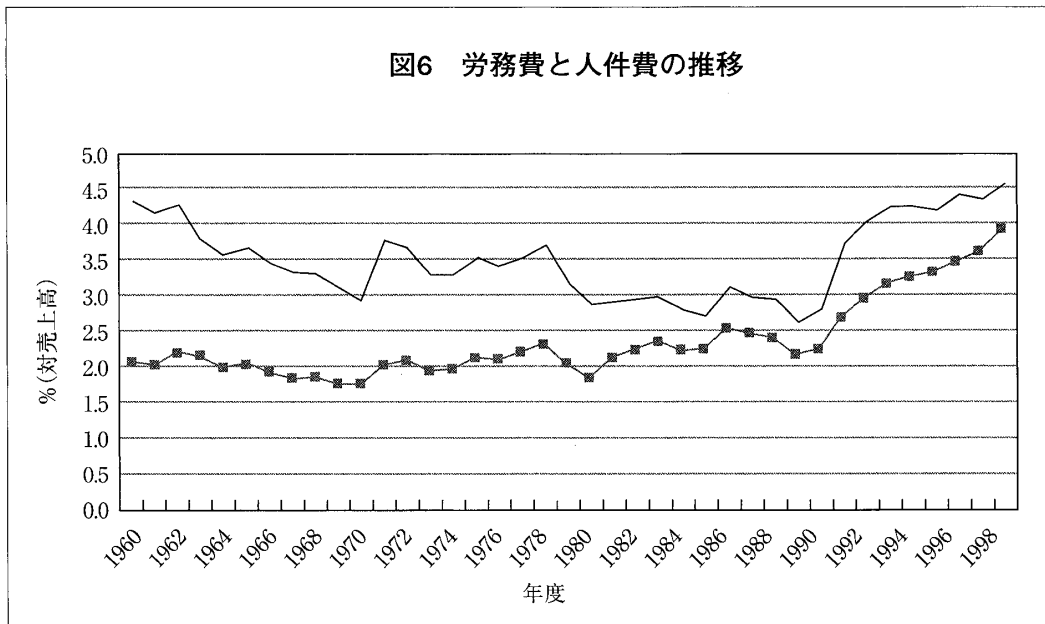
	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	14.4%	17.9%
～プラザ合意直前の84年度まで	8.9%	11.5%
～バブル崩壊直前の91年度まで	4.0%	5.0%
以降98年度まで	-0.5%	1.1%

総ての状況下で、人件費の伸び率が労務費の伸びを上回り、特にバブル崩壊後では後者が負に転じ、調整がみられるにも関わらず、正の水準にあり、資本の効率性（資産回転率）を売上高によって達成しようとする傾向がみられる。

### 第3項 非製造業

非製造業の1960年度から98年度までの労務費率は3.5%、人件費率は2.4%となっており、また変動係数は前者15.7、後者23.2と変動の水準は相対的に大きい。

	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	3.6%	2.0%
～プラザ合意直前の84年度まで	3.2%	2.1%
～バブル崩壊直前の91年度まで	3.0%	2.4%
以降98年度まで	4.2%	3.4%



経済状況毎に時期を区切ってみると、労務費はバブル期まで低下傾向を維持した後に、バブル崩壊と共に一転して4%台に上昇している。また、人件費は石油ショック以前の好況持続期も含めて2%台にあったが、バブル崩壊後3%台に上昇しており、製造業と異なり労務費、人件費の調整に相対的に遅れがみられる。

労務費、人件費の伸び率を、1960年度から98年度までの平均でみると、各々7.6%、9.5%と人件費の伸びが高い。

	売上原価中労務費	販管費中人件費
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	12.7%	15.7%
～プラザ合意直前の84年度まで	8.6%	10.2%
～バブル崩壊直前の91年度まで	5.6%	5.8%
以降98年度まで	-0.7%	1.4%

プラザ合意以降バブル期を除いて、人件費の伸び率が労務費の伸びを上回っており、バブル崩壊後では後者が負に転じているにも関わらず正の水準にあり、製造業と同様に資本の効率性（資産回転率）を売上高によって達成しようとする傾向がみられる。

上記の結果から、全産業ではバブル崩壊後と、石油ショック前の成長期における労務費の対売上高比率はほぼ同水準にあるが、人件費は大幅な増加を示していることが分かった。この人件費の増加傾向は、製造業、非製造業ともに変わらず、その解釈には単独決算値であることに注意を要し、また配置転換によるリストラ回避とみても、人件費の管理が問題であることが示唆される。これは「日本経済の効率性と回復策に関する研究会報告（Ⅱ）」（2001）で述べられたように、50年代までの日本製品に対する国際的な評価である安かろう、悪かろうから抜け出すために、低い費用で高品質な商品戦略を維持する傾向にあったとされ、常に拡販によって利益を確保しようとした意図が反映された結果とも考えることもできる。すなわち、98年度以降のリストラ本格化前の時点では、日本企業は質（率）よりも量（額）の確保を強く求める傾向にあったことが示唆される。これに関しては、宮永（前掲）が、賃金雇用は調整が穏やかであり、その時点の業績に加えて、将来の見通し、あるいは過去の調整不足を勘案して決定されるとし、企業の経済成長率の予想は実績より穏やかに改訂されているが、90年代前半に予想成長率が実績を上回っていたことが、雇用、賃金の堅調な伸びを通じて労働コストを膨張させた背景としている。

## 第2節 資金需給の推移

### 第1項 全産業

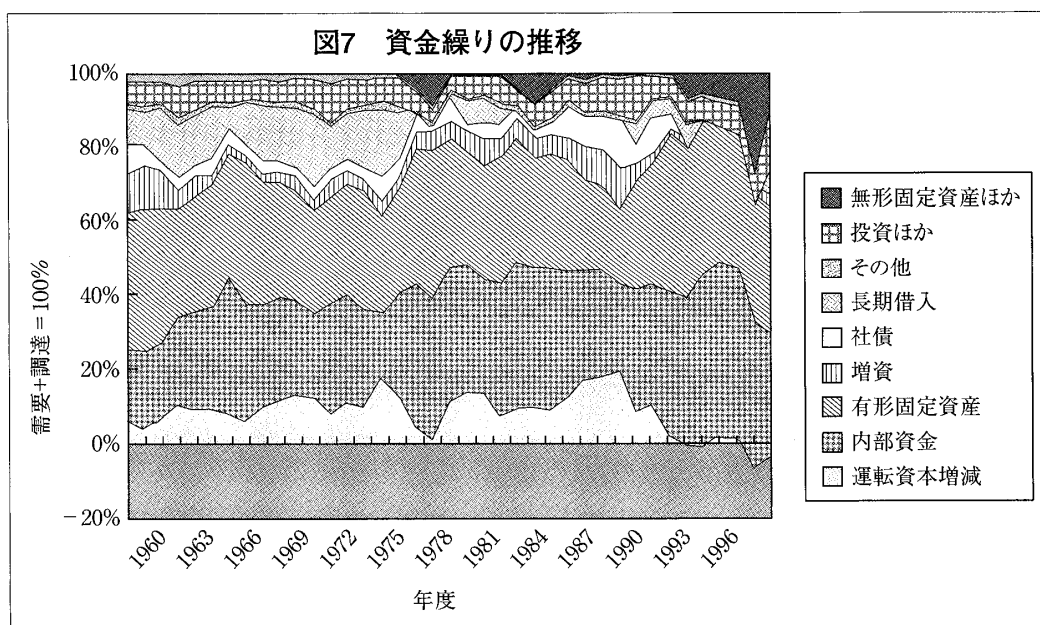
収益力の低下は通常資金的な切迫に結びつき、減給、配転、早期退職といったリストラ対応がなされる。以下では、このような対応のきっかけとなる資金需給動向をみていくことにする。この需給動向把握には損益計算書と貸借対象表から作成する資金運用表を用いる。

内部留保額+長期資金調達額合計を100.0%とした場合、1960年度～98年度の内部留保の平均は68.1%、資本調達（株式）10.4%、長期借入金他21.5%である。変動係数は内部留保が54.3、資本調達が114.4、長期借入金116.6で、外部調達の変動が大きい。また、後者2つの外部調達の変動はほぼ同程度にある。バブル崩壊前までは、内部留保、株式、長期借入金他の割合が各々凡そ50～70%、10%、20～40%と内部留保以外の調達間で調整がみられるが、崩壊後はもっぱら内部留保（90%）によっており、さらに運転資本がマイナスになっていることを勘案すれば、バランスシートの縮小に努めたと考えられる。

固定資金需要は81.4%、運転資本は18.6%となっている。前者の変動係数は46.6、後者は122.0となっている。以上からは、内部留保の変動と固定資金需要の変動は同程度の水準にあり、例えばプラザ合意以降バブル崩壊直前までの株式調達の割合が大きく増加して

いるように（9.8%→14.0%），平均的には内部留保と固定資金需要の差である約10%への調達の容易さがバランスシートサイズに影響を与えているとみることができる。

	内部	長期借入他	株式
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	52.8%	36.0	11.2
～プラザ合意直前の84年度まで	68.0	22.2	9.8
～バブル崩壊直前の91年度まで	64.4	21.6	14.0
以降98年度まで	92.5	3.0	4.5
	固定資金需要	運転資本増減（△）	
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	82.1%	17.9	
～プラザ合意直前の84年度まで	79.6	20.4	
～バブル崩壊直前の91年度まで	72.6	27.4	
以降98年度まで	102.8	△ 2.8	



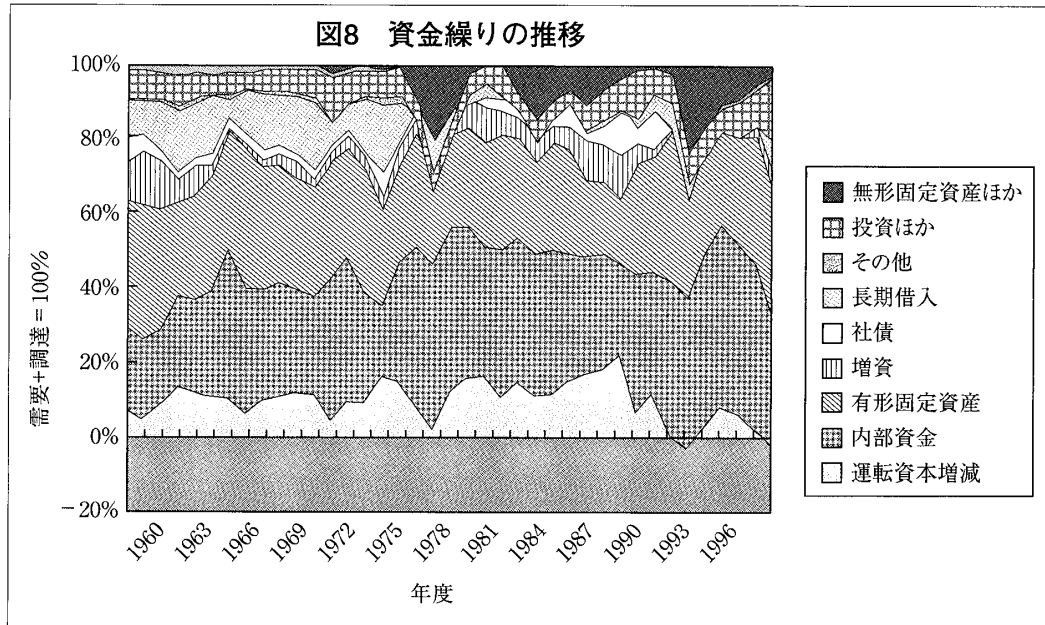
前章でみたように，バブル崩壊直前の91年度までは資産回転率が上昇し，利益率が低下しており，基本的には運転資本の増加をもたらす状況にある。一方，内部留保と固定資金需要の関係をみれば，期毎にその差は縮小してきており，資金的な余裕度が拡大している。

## 第2項 製造業

1960年度～98年度の内部留保の平均は74.1%，資本調達11.7%，長期借入金他14.2%である。変動係数は内部留保が54.8，資本調達が115.6，長期借入金249.2と長期借入金の変動が他の2つの調達手段に比して大きい。

固定資金需要は75.9%，運転資本は24.1%となっている。前者の変動係数は49.2，後者は108.9である。

以上からは、内部留保の変動と固定資金需要の変動は同程度の水準にあることに加えて、平均的には内部留保によって固定資金需要が賄われている。プラザ合意以降資金的な余裕は大きい、特に長期借入金および株式調達の割合が共に増加したバブル期をみれば、バランスシートサイズの問題はもっぱら同期の調達の容易さによっていたことがわかる。



	内部	長期借入他	株式
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	57.0%	32.1	10.9
～プラザ合意直前の84年度まで	80.4	8.2	11.4
～バブル崩壊直前の91年度まで	70.0	14.8	15.2
以降98年度まで	96.2	△2.3	6.1
	固定資金需要	運転資本増減 (△)	
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	79.2%	10.8	
～プラザ合意直前の84年度まで	73.5	26.5	
～バブル崩壊直前の91年度まで	67.6	32.4	
以降98年度まで	94.3	5.7	

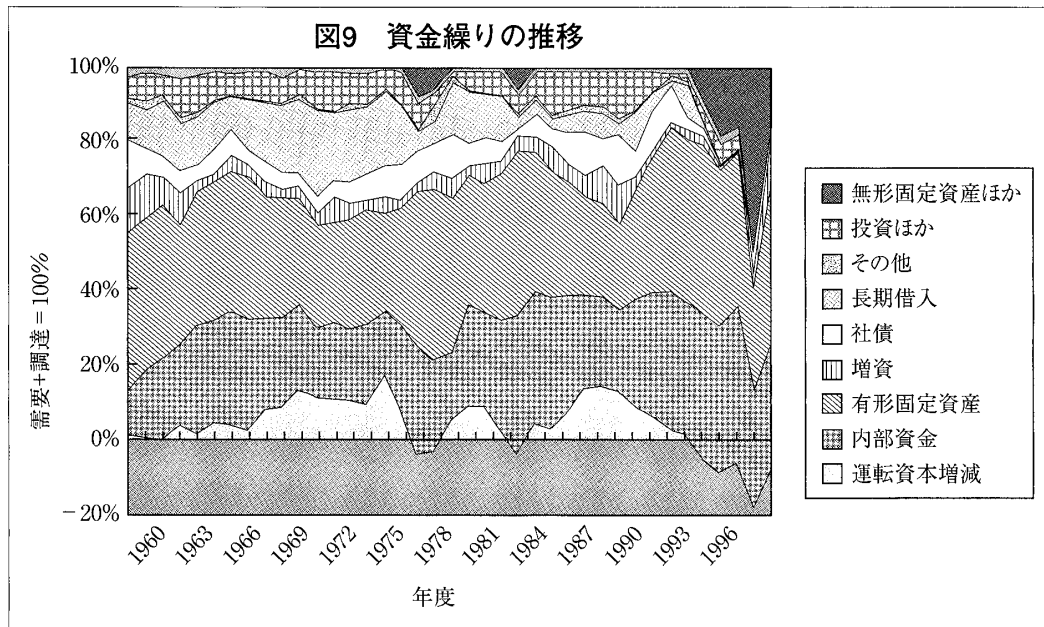
石油ショック以降内部留保の割合が大きく上昇し、プラザ合意後バブル期の間でその割合を若干低下させたものの、バブル崩壊後は再び大きく上昇しているほか、資金需要に関しては、長期借入金の返済を反映して運転資本水準をバブル崩壊後大きく減少させている。

### 第3項 非製造業

1960年度～98年度の内部留保の平均は58.5%、資本調達8.8%、長期借入金他32.7%である。変動係数は内部留保が53.6、資本調達が114.0、長期借入金79.2で、資本調達の変動が他に比して大きい。

一方、固定資金需要は89.1%、運転資本は10.9%となっている。前者の変動係数は41.7、後者は188.3である。

以上からは、変動の水準が相対的には低い固定資金需要に対して、相対的には水準の高い内部留保を長期借入金によって賄う形となっており、製造業が長期借入金を調整弁的に用いていることとは対象的である。



	内部	長期借入他	株式
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	46.2%	42.6	11.2
～プラザ合意直前の84年度まで	52.2	40.3	7.5
～バブル崩壊直前の91年度まで	57.0	30.7	12.3
以降98年度まで	91.5	6.3	2.2
	固定資金需要	運転資本増減 (△)	
～第一次石油ショック直前の72年度まで：	88.2%	11.8	
～プラザ合意直前の84年度まで	88.6	11.4	
～バブル崩壊直前の91年度まで	80.1	19.9	
以降98年度まで	117.7	△ 17.7	

調達は、石油ショック以降内部留保の割合が上昇し、長期借入金他の割合が減少している。また、プラザ合意後バブル期の間では、長期借入他と株式調達が代替される形となっている。バブル崩壊後は内部留保が大きく上昇し、運転資本需要も大きく減少しており、両者が長期借入金減少などへの原資となっていることがわかる。

## おわりに

1960年代から1990年代後半までの状況を、使用総資本事業利益率の構成指標に焦点を合わせると、以下となる。

- ・ 回転率を求める際の、売上高とバランスシートの大きさを示す使用総資本の年度毎変化をみると、プラザ合意以降、総資本が売上高の伸びを上回っている。
- ・ 労務費と人件費を合計した対売上高人件費比率は、全産業でみると期を問わずほぼ同水準にあり、その傾向は製造業で顕著である。一方で、非製造業はバブル崩壊後にその水準が上昇している。
- ・ 全産業の資金需給をみると、固定資金需要の太宗は自己資金で賄われ、限界的な1割程度が時々の借入あるいは資本市場の影響を受けている。製造業においてこの傾向は著しく、固定資金需要を100%以上充足させる状況にある。一方で、非製造業の充足率は低いものとなっている。

企業が過剰に資産を保有すれば、収益率指標も低迷するなど、資本の効率性は阻害される。この資産を保有するためには、資金を必要とし、それは内部資金と外部資金（借入、増資）によって賄われる。このため、内部資金調達の容易さ、あるいは外部資金調達の容易さによって、資産規模は決定される。分析結果からは、従業員を維持しながら資本を投下し、拡大均衡を目指す日本企業の態勢を知ることができる。ただし、同時に収益率の低下がみられることは、想定した売上高を達成できなかったのか（回転率の上昇）、あるいはより付加価値の高い商品を投入する（事業利益率の上昇）ことができなかった可能性を示唆している。

武見（2006）は、企業の資本コストの認識経路に焦点を合わせて分析をしている。ここでは、CAPMあるいはその派生である3ファクターモデルといった株式市況との感応度に焦点を合わせた資本コストといった観点ではなく、分析期間に合った当時の企業が認識したであろう資本コストの経路を検証している。そして、売上高（キャッシュフロー）と株式益利回り（1/PER）がバランスシートの大きさに影響を与えている可能性を否定できないことを示した。外部資金コストに関しては、借入金利や株式益利回りによって、企業が資金コストを認識できることは容易に理解できる。このため、非製造業のように固定資金需要に対して内部留保の充足率が低い業種では、バランスシートの大きさが市場（銀行借入を含む）の影響を強く受ける。一方、配当などの外部流出後に蓄積される内部留保に関しては外部資金と異なり、直接に把握できるようにコストは存在せず、これは企業の意味決定では内生的なコストとして認識されるものである。

日本の産業全体の収益力低迷やバブルの要因を非製造業に求めることが多いが、むしろ長期という観点からは第一次石油ショック（73年）以降固定資金需要を上回る潤沢な内部留保を保持し続けてきた製造業にこそ、その原因を求めるべきであると考えられる。このため、今後の研究に関しては製造業を対象に、序列理論（調達の容易な順に企業は資金を調達する）を端緒として、企業にとって内生的と考えられる内部留保の資金コストとその認識経路を再度みていく必要がある。

個別企業においては付加価値が高い商品を投入すること、すなわち市況の影響を受け難い業態への転換からは低い資本コスト認識が受容される。一方、同一業種における同種の

商品開発を前提とすれば、結果的には市況の影響を強く受ける業態であることには変わりがなくなる。すなわち、高い資本コストが適正となる。企業の横並び体質にその長期的な収益力低下の原因を求めることができれば、今後の研究において、近時の業界再編の本質的な要因を知ることができると考えている。

#### 参考文献

1. ジェームス・C・アグベレン著，山岡洋一訳『新・日本の経営』日本経済新聞社，2004年
2. 伊丹敬之『経営の未来を見誤るな—デジタル人本主義への道』日本経済新聞社，2000年2月
3. 『日本経済の効率性と回復策に関する研究会報告（Ⅱ）』財務省財務総合政策研究所2001年6月
4. 武見浩充「日本企業の業績に関する長期時系列分析」千葉商科大学国府台学会『千葉商大論叢』第43巻第1号2005年6月，29-65ページ
5. 武見浩充「日本企業（一部上場企業）の資本コスト認識について」千葉商科大学政策研究科『CUC Policy Studies Review』No.12 2006年12月，37-46ページ
6. 福嶋和子「日本株式のリスクプレミアムとグローバル化の進展」(社)日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』Vo.41 No. 5 2003年5月，26-36ページ
7. 前田栄治，吉田孝太郎「資本効率を巡る問題について」日本銀行『日銀調査月報』1999年10月号，27-53ページ
8. 松浦克己，吉野直行，米澤康博『変革期の金融資本市場』日本評論社2000年，25-49ページ
9. 松尾浩之他『経済データで見る産業の40年』日本政策投資銀行，2002年
10. 宮島英昭，蟻川靖浩，齊藤直「日本型企业統治と過剰投資 石油ショック前後のバブル経済期の比較分析」財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャルレビュー』2001年12月，139-168ページ
11. 宮永径「労働分配率と賃金・雇用調整」日本政策投資銀行『調査』No.34 2002年3月

—Abstract—

Long-term Time Series Analysis on Profitability of  
TSE 1st Section Listed Corporations (1960s~1990s)  
—From the Aspect of Return on Capital Employed—

Hiromitsu Takemi

It is thought that the corporations bear excessive debt in 1980s, leading to the bubble, and it burst in 1990s. An example of the proof is the bad debt problem of the banking sector. If the amount of debt was excessive, a corporation should have excessive assets, and which would impair its profitability, ie, impaired efficient use of capital employed.

The issue has been studied from many aspects such as macro economic condition, character of the financial markets, etc. Also, there have been many researches on cost of capital with respect to corporate governance. Yonezawa and Matsuura (2000) said retained earnings had not been efficiently used in the light of dividend policy. Miyagawa, Arikawa and Saito (2001) said free cash flows had been used for low return projects in the comparative study on the oil shock and the bubble period. On the other hand, Fukushima (2003) said as far as ex-post returns were concerned, they sufficed to the expectation of investors.

Takemi (2005) suggested it was wrong to say that 1990s was the only period to see the impaired profitability and its tendency could date back to 1970s. And as a whole industry, the increase in labor costs had surpassed the increase in productivity. From the view of stake holders, equity holders had aided employees financially for a long period of time. Miyanaga (2002), whose attention was to labor costs, has the same conclusion.

Analysis tool of this paper is return on capital employed. The reason is as follows; it is a hybrid measure of assets turn-over, relating to cost of capital, and operating profit ratio to sales, relating to expense control on labor costs. And it leads to present the strategic character of Japanese corporations.