

企業業績の最大化要因の 分析と政策提言¹

慶應義塾大学 吉野直行研究会

廣川雄大、森山貴章、谷川俊樹

2007年12月

¹本稿は、2007年12月1日、2日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2007」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、吉野教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

バブル崩壊以降長引く平成不況から脱し、戦後最長の好況下にある現在の日本の景気を牽引する企業部門に焦点を当てて、企業の行動の分析、企業の業績の分析を行った。本稿では企業業績を最大化する要因を見つけ出す事で、企業業績最大化を達成する事を可能とする経済政策を提言する。今現在日本は歴史的な債務超過にある事から、財政政策という手段は考慮しない。従って金融政策もしくは企業自身の経営努力を促進する政策に絞って分析及び政策提言を行う。

企業の財務諸表を利用したミクロ分析、及び業種毎の全企業の財務データ（法人企業統計年報）を利用したマクロ分析の結果、以下を確認した。1．企業は経営努力として効率性を追求してきた事。2．現在の日本において金融政策は企業業績向上に対して有効ではない事。3．企業自身の経営努力、特に効率性の追求が企業業績向上に有効に寄与すること。これらについて統計的手法を用い、実証的に確認した。

これを受けて、企業の効率性を高める政策提言を行う。具体的には論文サーベイによりM&Aの実行及びITの導入が企業の効率性を高める事が判明したので、1．金融緩和 2．税制優遇 3．公的専門機関の設置を提言する。

目次

はじめに

第 1 章 データの整理

- 第 1 節 (1 . 1) 業種の分類
- 第 2 節 (1 . 2) ミクロデータの整理
- 第 3 節 (1 . 3) マクロデータの整理

第 2 章 企業行動の分析

- 第 1 節 (2 . 1) ミクロ分析
- 第 2 節 (2 . 2) マクロ分析
- 第 3 節 (2 . 3) 企業行動分析に関する考察と先行研究

第 3 章 企業業績の分析

- 第 1 節 (3 . 1) ミクロ分析
- 第 2 節 (3 . 2) マクロ分析

第 4 章 企業業績に関する考察

- 第 1 節 (4 . 1) 金融政策に関する先行研究
- 第 2 節 (4 . 2) 企業業績最大化要因の考察

第 5 章 効率性に関する分析

- 第 1 節 (5 . 1) 企業の効率性に関する先行研究と考察

第 6 章 政策提言

- 第 1 節 (6 . 1) 金融緩和
- 第 2 節 (6 . 2) 税制優遇
- 第 3 節 (6 . 3) 公的専門機関の設置

参考文献・データ出典

図表¹

補論

- 第 1 節 (1 . 1) 主成分分析

¹別ファイル参照

はじめに

現在日本では、バブル崩壊後の平成不況を経たのち、緩やかな景気拡大曲面を迎えている。この間のわが国の経済環境はデフレ、ゼロ金利、量的緩和と、異常な状態であり、好況といわれる今現在もなお、物価水準、金利水準ともに健全とはいえない状態にある。その結果、バブル以前に比べ日本経済は構造変換し、経済成長を目的とした、従来通りの経済政策の有効性に疑問がもたれている。

本稿では現在に至る景気拡大の原動力である企業部門の行動に着目し、その要因を分析し、これを最大化する事を目的として、経済政策を提案する。

企業の業績に対して影響を与える要因として、直接的なコントロールが難しい物価や為替などのマクロ要因を除けば、1. 企業自身の経営努力、2. 金融政策、3. 財政政策、が考えられる。いくつかの先行研究によれば、2および3については実証的にその効果が認められている。廣江(2004)はセントルイス・アプローチを適用し1985年から2001年までの日本経済を実証分析している。その結果、日本においてはこの期間金融政策、財政政策ともに有効性が高いということを示している。また、中澤・大西・原田(2002)はVARモデルにより、1980年から2001年までの日本経済を対象に財政金融政策の効果を実証分析している。これによると、不況下での財政政策はGDP成長率や物価上昇率に対して短期的な効果を持つ事、および金融緩和によりGDP成長率や物価上昇率を持続的に高める効果があることを示している。しかし、歴史的な債務超過にあるわが国の現在の経済状態において、積極的な財政政策の実行は難しい。したがって本稿においては1および2を中心とした分析と政策提案を行う。

一般に金融政策の分析は、金利やマネーサプライの変化が物価、GDP、為替、輸出といったマクロ指標に与える影響を分析するマクロ分析。もしくは金融機関の貸出状況の調査といった、金融業の行動分析を通じた分析が一般的である。本稿ではこれと違ったアプローチをとる。産業全体のGDPの9割を占める非金融業にたいして金融政策が直接的にどのような影響を与えるかに関して分析と考察を進める。また分析に当たって業種を細かく細分化し、より細やかな分析を行う。分析の観点としては、ミクロ・マクロ二つの観点をおく。ミクロ分析では各業種に属する代表的な企業行動を分析する。具体的には企業の証券取引所一部上場企業に着目し、特定業種に属する全上場企業の行動分析を行う。マクロ分析では分析対象を中小企業から大企業までの全企業まで広げ、業種ごとの行動分析を行う。

本稿の構成は以下のとおりである。

第1章では、本稿の分析に使用するデータをまとめる。利用データに対して、財務分析および主成分分析を行うことで使用する変数を整理し、1. 企業の経営努力を測る代理変数としての「経営指標」を取り出す。ミクロ分析では企業の財務諸表を利用した財務指標、マクロ分析では「法人企業統計年報」を用いた財務指標を利用する。ここで20前後の財務指標を統合する目的で主成分分析をおこない、企業の経営努力を測る「経営指標」を取り出す。

第2章では前章で導出した「経営指標」をつかい、1. 企業自身の経営努力に関する分析を行う。ミクロ分析、マクロ分析それぞれにおいて1960年から2006年までの分析を行い、企業の行動を時系列で調べる。

第3章では、業績指標についての回帰を行う。企業の業績を測る代理変数（業績指標）として、ミクロ分析では企業の「株価」、マクロ分析では日銀による「全国企業短期経済観測調査」の「業況判断DI」を用いる。この回帰により1.企業の経営努力および2.金融政策の業績に対する影響力（説明力）を測る。ミクロ分析では、株価を被説明変数として、経営指標、金融指標、物価上昇率・GDP成長率などのマクロ指標を説明変数として回帰モデルをつくる。このモデルで株価の説明を試み、各指標の株価に対する説明力をはかる。マクロ分析においても、「業況判断DI」を非説明変数とした同様の分析を行い、それぞれの説明力を求める。

第4章では、前章までの結果をもとに、如何にして企業の業績を向上させるかについての考察を行う。

第5章では、M&A やリストラなどの企業再編、IT設備の導入に関する企業の効率性工場に関する先行研究をまとめる。

以上を踏まえ第6章で、政策提言を行う。

第1章 データの整理

本章では分析において使用するデータの整理を行う。第1節において、業績指標を用いて業種分類の整理を行う。第2節においてミクロ分析において使用するデータを整理し、経営指標を取り出す。具体的には財務諸表を分析する事で、財務指標を取り出し、取り出された財務指標に主成分分析を行う事で経営指標とする。第3節では第2節同様にマクロ分析において使用する経営指標を取り出す。

第1節 業種の分類

本論文は非金融業企業の行動及び業績に関する分析をおこなう。非金融業は製造業・非製造業・サービス業に大きく分類され、さらに細かく分類される。本節では1975年から2007年まで、各業種の「業況判断DI」の動きの変化（景気循環）に関して、クラスター分析（Ward法）を行う。これにより、分析の対象となる21業種が以下の様に4つの大グループ、8つの小グループに分類される（図1参照）。分類に際しては各年の第一四半期のデータを用いた。

- グループ1：バブル崩壊後、IT景気を経験しつつも、未だ不況下にあるグループ
；卸売、小売、運輸・通信、窯業、紙・パルプ
- グループ2：バブル崩壊後の現在に至る迄、深刻な不況下にあるグループ
；繊維
- グループ3：近年不況を抜け出しつつ有るグループ
；石油・鉱業
- グループ4：バブル崩壊後深刻な不況を経験するも、近年非常に好況なグループ
；鉄鋼、非鉄金属
- グループ5：バブル崩壊後深刻な不況を経験するも、近年好況なグループ
；金属製品、一般機械、電気機械、精密機械
- グループ6：近年好況なグループ
；化学、不動産
- グループ7：バブル崩壊後、IT景気を経験しつつも、未だ不況下にあるグループ
；食料品、サービス、建設
- グループ8：バブル崩壊後、比較的好況を維持しているグループ
；電気・ガス

以下、ミクロ分析では大グループの中からそれぞれ、自動車、商社、繊維、不動産について分析を行う。マクロ分析では小グループの中から、それぞれ卸売、小売、情報通信、繊維、鉄鋼、輸送用機械、不動産、サービスについて分析を行う。

第2節 ミクロ

1.1.1 財務諸表分析

ミクロ分析にあたり、上場企業の行動分析を行う際、その経営努力を示す経営指標を抽出する為に企業が作成・公開する財務諸表にある会計データを利用する。

上場企業には毎期財務諸表の作成および公開が義務付けられている。これを公認会計士または監査法人が監査することにより情報の適正性が担保される。投資家保護を前提としたこの監査制度により、公開される企業の財務諸表は「一般に公正妥当と認められた会計基準」に基づき企業の業績や活動（営業・投資・財務）についてその実態に即した会計処理が行われることになる。財務諸表上の数値は企業活動についての実態に即した定量データを表しているといえる。また、投資家が投資行動においてもっぱら財務諸表を利用する事からも、第3章で株価（業績指標）を回帰する際に、最適な指標といえる。

本論文では財務諸表を利用して企業行動・成果・状態を分析する為、以下の財務指標を計算した。

収益性（資本利用の効率性）：	ROE、経営資本営業利益率、財務レバレッジ
利益率（営業活動の効率性）：	売上高事業利益率、売上高純利益率、付加価値率
経営の効率性	： 売上債権回転率、棚卸資産回転率、自己資本回転率
生産性（生産の効率性）：	労働生産性、一人当たり売上高、労働装備率、設備生産性
短期の安全性	： 流動比率
長期の安全性	： 自己資本比率、固定長期適合率
フローの安全性	： ICR（インタレスト・カバレッジ・レシオ）
配当割合	： 配当性向

1959年から2006年までの財務諸表を利用して自動車、総合商社、繊維、不動産の業種に属する一部上場企業¹について、上述の財務指標を得た。

1自動車：本田技研工業（株）、スズキ（株）、愛知機械工業（株）、関東自動車工業（株）、日産ディーゼル工業（株）、日産自動車（株）、日野自動車（株）、富士重工業（株）、いすゞ自動車（株）、ダイハツ工業（株）、マツダ（株）、トヨタ自動車（株）

商社：日商岩井（株）、伊藤忠商事（株）、丸紅（株）、（株）トーメン、双日（株）、兼松（株）、三井物産（株）、住友商事（株）、三菱商事（株）

繊維：帝人（株）、東レ（株）、東邦テナックス（株）、三菱レイヨン（株）、（株）クラレ、東洋紡績（株）、カネボウ（株）、ユニチカ（株）、富士紡ホールディングス（株）、日清紡績（株）、倉敷紡績（株）、大和紡績（株）、シキボウ（株）、興和紡績（株）、グンゼ（株）、神栄（株）、大東紡織（株）、（株）ガイドーリミテッド、御幸ホールディングス、（株）サカイオーベックス（株）、日本フェルト（株）、共和レザー（株）、セーレン（株）、東海染工（株）、（株）ホギメディカル、日本毛織（株）、（株）トーア紡コーポレーション

不動産：積和不動産関西（株）、（株）東栄住宅、東宝不動産（株）、（株）ダイヤモンドシティ、イオンモール（株）、創建ホームズ（株）、三菱地所（株）、平和不動産（株）、ダイビル（株）、（株）サンケイビル、阪急不動産（株）、京阪神不動産（株）、空港施設（株）、日本空港ビルデング（株）、エヌ・ティ・ティ都市開発（株）、（株）テーオーシー、（株）イー・シー・リアルエステート、青山管財（株）、三井不動産（株）、東急不動産（株）、住友不動産（株）、小田急不動産（株）、藤和不動産（株）、フジ住宅（株）、（株）レオパレス21、日神不動産（株）、明和地所（株）、住友不動産販売（株）、（株）大京、東急リバブル（株）、（株）アゼル、（株）アーネスト

1.1.2 主成分分析

財務指標に主成分分析を行う事で、「主成分」を取り出し、これを経営指標とする。

主成分分析とは、複数の要因を総合化、新しい座標軸を見つけ、その座標軸の特徴を読み取ることである。以下、その概要を説明する。主成分分析の詳細な数学的証明に関しては論文末尾の補論に掲載してある。

今回の分析においては、20 個弱もの説明変数を用いており、分析上非常に煩雑である。したがって主成分分析を行うことにより、20 個の説明変数を統合し、「主成分」(1 ~ p) を取り出した。

さらに取り出した「主成分」(1 ~ p) の内、固定値が 1 以上、累積寄与率が 70% を超える「主成分」(1 ~ q) を取り出す。これにより、当初 20 個の説明変数によって説明されていた情報量のうち 70% を新たな「主成分」(1 ~ q) によって反映できる。

こうして取り出した新しい「主成分」(1 ~ q) の特徴をそれぞれよみとり、各「主成分」(1 ~ q) の定義づけを行う。また、各企業の各年度について得られた、それぞれの「主成分」(1 ~ q) についての主成分得点を用いて本論文においては分析を行った。

1.1.3 主成分分析の定義づけ

主成分分析を行った結果、固定値（負荷量平方和）が 1 以上の成分について成分行列を利用して定義付けを行う（表 1 参照）。

自動車（表 1 参照）

成分 1 に関しては効率性をしめす自己資本回転率、売上債権回転率、棚卸資産回転率、生産性を示す労働生産性、一人当たり売上高と高い相関をもつ。したがって「経営効率性」と定義する。

成分 2 に関しては収益性を示す ROE、経営資本営業利益率、利益率をしめす売上高事業利益率、売上高純利益率、安全性をしめす流動比率と高い相関をもつ。したがって「安定的収益力」と定義する。

成分 3 に関しては負債利用を示す財務レバレッジ、長期的安全性を示す自己資本比率と高い相関を持ち、生産の効率性を示す付加価値率と負の相関にある。したがってこの成分が強い場合、非効率・財務リスクのある経営状態において安全性があるといえる。したがって「経営安全性」と定義する。

成分 4 に関しては、ICR と高い相関をもつ。従って「フローの安全性」と定義する。

これらをまとめると、成分 1：経営効率性 成分 2：安定的収益力 成分 3：ストックの安全性 成分 4：フローの安全性

同様に商社、繊維、不動産に関して定義づけを行った結果が以下である。

総合商社（表 2 参照）

ワン、日本エスリード（株）、（株）ジョイント・コーポレーション、（株）アーバンコーポレイション、（株）ゴールドクレスト、日本総合地所（株）、（株）ゼファー、（株）タカラレーベン、（株）フージャースコーポレーション、シーズクリエイティブ（株）、（株）飯田産業、タクトホーム（株）、穴吹興産（株）、（株）ライフステージ、（株）サンヨーハウジング名古屋、（株）アパマンショップホールディングス、パシフィックマネジメント（株）、昭栄（株）、東京建物（株）、（株）サンシティ、（株）ハウスフリーダム、（株）リサ・パートナーズ

成分1：経営効率性 成分2：利益率 成分3：フローの安全性 成分4：経営収益力
成分5：配当性向

繊維（表3参照）

成分1：財務安定度 成分2：労働生産力 成分3：事業収益力 成分4：資本効率性
成分5：設備収益力 成分6：効率性

不動産（表4参照）

成分1：生産効率性 成分2：財務安定度 成分3：安定的収益力 成分4：労働生産性
成分5：経営効率性 成分6：事業効率性

第3節 マクロ

財務省の法人企業統計に分類される41業種¹について、当該業種に属する全企業の財務状況に関する、1959年から2006年までのデータを利用し、個別企業に行うような財務諸表分析を適用する事で16個の財務指標を得た。これらの財務指標を分析することで、各業種の経済状態をみる。

以下今回使用した指標。

成長性 : 資産成長率、売上成長率
収益性（資本利用の効率性）: ROE、経営資本営業利益率、自己資本回転率
利益率（営業活動の効率性）: 売上高事業利益率
経営の効率性 : 売上債権回転率、棚卸資産回転率、有形固定資産回転率
生産性（生産の効率性） : 1社当たり売上高、1人当たり売上高、1人当たり人件費
短期の安全性 : 流動比率
長期の安全性 : 自己資本比率、固定長期適合率
フローの安全性 : ICR

これら財務指標に関して、ミクロ同様主成分分析を行い、経営指標を取り出す。すべての業種の1960年から2006年までの財務指標を範囲として主成分分析を行った結果「表5マクロ」を得た。これによると6つの主成分により、当初16個の指標により説明された情報量のうち、76%までを説明できることがわかる。以下、抽出された各主成分の定義付けを行う。

成分1は「流動比率」、「自己資本比率」、「固定長期適合率」が高く、「売上債権回転率」とマイナスの相関にあり、「経営安定度」を示す。成分2は「経営資本営業利益率」、「売上高事業利益率」が高く、「収益獲得力」を示す。成分3は「1人当たり売上高」、「1人当たり人件費」が高く、「資産成長率」、「売上成長率」とマイナスの相関にあり、収益獲得における労働の効率的、すなわち「労働効率性」をしめす。成分4は「ROE」、「自己資本回転率」が高く、「資本利用効率性」を示す。成分5は「資産成長率」、「売上成長率」、「有形固定資産回転率」が高く、「成長性」を示す。成分6は「1社当たり売上高」、「1人当たり売上高」が高く「生産主体単位あたり売上高」を示す。

¹ 日銀による「全国企業短期経済観測調査」の分類とは異なり、より詳細な分類がなされている。

第2章 企業行動の分析

本章では前章で取り出した経営指標を時系列で分析する事で、経営努力に注目した気企業行動分析を行う。第1節ではミクロ分析として、業種分析を行う。自動車、商社、繊維、不動産の企業群がどのような行動をとってきたのかを分析する。第2節ではマクロ分析として、非製造業の4業種が全体としてどのような行動をとってきたのかを分析する。第3節では、1、2節の分析結果を踏まえ、企業行動に関する先行研究を踏まえつつ考察を行う。

第1節 ミクロ分析

前章で取り出した経営指標1～3について65年から05年まで5年おきのクロスセクション分析を行う。これにより各業種に属する企業群が何を重視し行動を行ってきたかがわかる。成分1をX軸におき、成分2、3をY軸にとり図にとったものが図2～5である。成分1～3を見ることにより、自動車、総合商社、不動産、繊維のそれぞれの経営指標について63%、62%、51%、44%説明できる(表2～5「説明された分散の合計」参照)。

2.1.1 自動車

X軸に経営効率性、Y軸に安定的収益力をとったものが図2である。65年には左上(安定的収益力が高く、経営効率性が低い状態)に多くの企業群が群がっている状態であった。多くの企業が収益性はあるものの効率性には欠けている、ということである。これが時を経て、次第に右に移っていく。すなわち、効率性を高めていることが見て取れる。80年代にある程度のレベルで効率性に関しては安定するが、収益性において多少の動きを見せる。トヨタ自動車のみが80年以降は降塊をはずれ、群を抜いた効率性と収益性を達成している事が分かる。2000年になると、その塊が分解し、多くの企業の収益性が悪化する。2005年になると、この収益性の悪化からの立ち直りが見て取れる。自動車産業における景気回復と考えられる。

一方経営安定度をみても、70年代～80年代にかけて、どの企業も落ち込むものの、90年代以降はつきはありながらも持続的に強く回復したことがわかる。

したがって現代の自動車産業は一定程度の効率性と安定した経営状況の下で収益性を競っている状態だと考えられる。

2-1-2 総合商社

総合商社の企業群を最も説明する経営指標は経営効率性と利益率という結果が出た。企業群の効率性と利益率をグラフに表したものが図3となる。

横軸は効率性ということで自動車と同じだが、縦軸に関しては利益率ということで自動車産業の収益性とは若干意味合いが変わってくる。ここでの利益率とは1単位当りの売上高に対

する利益の割合を示す指標である。薄利多売型の産業である総合商社を説明する上で重要な指標と考えられる。

80年までは利益率は相対的にプラスであるものの効率性は相対的にマイナスであった。80年になると、効率性が高まっていく。この動きが自動車産業と同じであることから、日本のマクロ的要因による影響があるのではないかと考えられる。転機は70年代半ばにあったと考えられるが、この期間はちょうど1973年の第4次中東戦争の時期すなわち石油危機の時期と重なる。これ以降省エネルギー、すなわち効率的な生産性を高める機運がはじまる。これらの企業努力の成果が出たのが75年以降であると考えられる。85年は利益率・効率性共に良いポイントに企業群が固まっているが、90年代バブル崩壊後の平成不況（いわゆる商社冬の時代）の頃は、効率性は確保しているものの、利益率が低下する状態となる。05年には効率性ポイントが若干減少傾向にあるが、利益率は依然かわらぬまま80年代に比べ低い位置にある。

対して短期的な安全性に関しては90年代以降高まっており、商社の経営的な安全性は高まっている事が分かる。

現在の総合商社は短期的な安全性は確保しつつも落ち込んだ利益率の回復が課題といえる状態といえる。

2.1.3 不動産

財務安定度については、65年から2005年まで全体的に下がっていることがわかる。生産効率性、安定的収益力については企業数が増加したこともあり、固まったまとまりを形成するわけではなく、バラツキが大きい。したがってこの業種では生産効率性および安定的収益力が強い企業ほど経営状態が良好といえる。（図4参照）

2.1.4 繊維

労働生産力はどの企業も65年以降堅調に上昇しているが、事業収益力は80年代まで全体的に上昇傾向にあったが、それ以降は現在まで全体的に下降傾向である。財務安定度は企業によるばらつきは大きく、この指標が強い企業ほど良好な経営状態といえる。（図5参照）

2.1.5 業種から得られた指標についての全体的考察

表1～4にある「説明された分散の合計」から、この4業種の経営指標が何によって大きく説明されているかについて考える。各業種の経営指標について、各成分の説明力は以下の通り。

自動車	1:経営効率性 31%	2:安定的収益力 21%	3:ストックの安全性 10%	4:フローの安全性 8%		
商社	1:経営効率性 26%	2:利益率 22%	3:フローの安全性 13%	4:収益力 7%	5:配当性向 8%	
繊維	1:財務安定度 21%	2:労働生産力 13%	3:事業収益力 8%	4:資本効率性 8%	5:設備収益力 6%	6:効率性 6%
不動産	1:生産効率性 25%	2:財務安定度 14%	3:安定的収益力 10%	4:労働生産力 6%	5:効率性 6%	6:事業効率性 5%

したがって、「効率性」の指標はすべての業種に関して寄与しているものと思われる。この「効率性」という指標は欧米企業によくみられるような経営資本に対して挙げられる利益を図る指標である「収益性」という指標や一単位当たりの設備資本や人的資本が挙げる収益性を図る指標で

ある「生産性」とは又違って、経営を行う上でのスリムさ、スマートさという指標である。この「効率性」を日本企業の経営上のキーワードととらえ、次章以降マクロ環境との関係性について考察を加える。

第2節 マクロ分析

前章で取り出した経営指標1～4について65年から05年まで5年おきのクロスセクション分析を行う。これにより日本経済の企業部門が全体として何を重視し行動を行ってきたかがわかる。成分1をX軸におき、成分2をY軸にして図にとったものを左の列に並べ、また、成分3をX軸におき、成分4をY軸にして図にとったものを右の列に並べたものが図6である。こうして、成分1～4を見ることにより、企業部門全体の経営指標について60%説明できる(表5「説明された分散の合計」参照)。

まずは左の列から分析をしていく。左の列はX軸に成分1、つまり経営安定度をとおり、Y軸に成分2、つまり利益獲得力をとっている。図6を参照してわかるように、横軸、つまりは経営安定度に関して、1960年では塊の真ん中がほぼ0にあったのに対して、年々塊が左へ移動している。また、1980年に入ると、業種が急激に増加する。その塊は大きくなると同時に、密度が濃くなるわけではなく、年々左へと移動しながら横に広がっていく。つまりは、業種ごとによって経営安定度に差が出てきたということである。では、次にY軸、つまり利益獲得力についてみてみる。利益獲得力は1960年にはほぼプラスの位置に塊がいたのであるが、1965年以降は大きな変化もなく0付近に漂う形となる。業種が増えた1980年以降、いったんは塊が縦に伸びる形、業種ごとに差が出てくる形となるが、バブル崩壊直前の1990年にはいったん集約するかたちとなる。その後、業種ごとに再び差がでてくるようになり、最新のデータである2005年を見る上では、その差は拡大する一方である。

次に、右の列を分析していく。右の列はX軸に成分3、つまり労働効率性をとおり、Y軸に成分4、つまり資本利用効率性をとっている。また、こちらも同様に図を参照しながら考えていく。まずはX軸、労働効率性についてであるが、1960年では大きくマイナスな位置にあった塊は1965年に入ると、一気に0の位置まで移動する。その後、しばらくは0付近で漂ってはいるものの、1975年以降、徐々に右に移動する。1980年に業種が一気に増えるが、その増えた業種もまた、高い労働効率性を維持している。そして、最新のデータである2005年にはその塊が若干分解し、業種間に労働効率性の差が見られるようになっている。では、次にY軸、つまり資本利用効率性について見ていく。1960年には全体的にプラスの位置にいるものの、1965年には入ると同時に塊の半分以上がマイナスを占めるようになっている。その後、電気業・情報通信業は大きく資本利用効率性を上げるものの、1995年まで全体として大きな動きはない。2000年に入ると、その塊は縦に伸びるようになり、つまりは若干の差が見られるようになり、最新データである2005年にはその差が大きくなっている。

第3節 企業行動分析に関する考察と先行研究

(a) 先行研究

北村(2002)は、『企業活動基本調査』を用いて、企業活動と企業財務、労働市場、資本市場の相互関連性について分析を行った。企業財務や市場競争の条件を労働や資本などのファ

ンダメンタルな経済変数に加えることによって、これまでよりもモデルの説明力が高まり、企業経営の効率性に関してより深い分析が可能となった、としている。分析結果は以下である。労働は地域内で競争しており、資本は業種内で競争、負債は地域内で競争をしていると想定することがもっともらしいという結果になる。企業財務もほとんどの変数が有意に効いており、ROA に対しては企業財務の健全性が重要であることが確認された。また、ROA の高い産業は固定効果も高いことがわかる。農林水産業、不動産業、金融・保険業などで固定効果が突出しているのはモデルでは説明されなかった要因によって ROA が引き上げられていることをあらわしており、すなわち、政府から多大な補助金ならびに規制による保護を受けてきたことが明らかである。比較的サンプル数の多い、金属製品製造業、卸売業、小売業などは係数が有意となる。また、雇用成長率の正の効果と資本シェアの負の効果が発見でき、すべての業種にて確認することが出来た。資本シェアが負の効果を持つということは、資本シェアの大きい企業ほど資本ストック調整を行い、収益性が低くなったということであろう。1990 年代後半に過剰資本の整理ということが重要な課題であったことを物語っている。

新屋・能瀬・岸野・菊田・茨木(2005)は、企業部門の資金調達、利益処分、投資といった基本的な行動についてその特徴を見ることで、企業部門が貯蓄超過になっている背景について分析している。分析結果は以下である。マクロ統計で見ると、企業部門の貯蓄超過の要因としては、設備投資の抑制と利払い費の減少が大きく寄与しており、企業部門に蓄積された資金のほとんどは、債務の更なる削減に充てられた。個別企業の財務データを用いて企業行動を調べた結果、バブル崩壊によって過剰債務を抱えた企業は、投資、配分等を抑制し、内部留保を蓄積するようなインセンティブを強く持っていることが検証された。また、銀行借入れが減少し、株式といった直接金融による資金調達が増えている背景の一つとしても、企業がそれによって有利子負債比率を低下させようとするインセンティブを持っていることがわかった。このように、企業の貯蓄超過という現象は、過剰債務からの調整プロセスを反映した動きであり、過剰債務を与件とすれば、各企業レベルで見た場合には極めて経済合理性な行動であったと考えられる。ここから、企業の過剰債務がほぼ解消しつつある中で、債務負担による投資や配当への重石がとれつつあり、企業行動は今後正常化していく。

水野と高橋(2002)は、わが国の法人企業統計と米国・ドイツの企業関連統計の比較を通じて、それぞれの企業行動の特徴をマクロ経済の観点から分析している。分析結果は以下である。製造業の収益性を分析すると、米国企業が日本・ドイツを恒常的に上回っており、収益性を重視していることの裏づけが取れた。日本とドイツの売上高利益率は93年のボトムを境として大きな乖離が生じている。90年代に労働市場の構造改革を先送りしてきた日本の利益率が低下したのは人件費の上昇によるものであり、景気循環にかかわらず、収益性を確保できる環境の整備が必要となる。そのモデルとして、規制撤廃やサプライサイドの改革を通じて労働市場の柔軟化を図る米国化、ワークシェアリングや賃上げ抑制で雇用者の削減に歯止めをかけるドイツ型、の2種類が考えられる。設備投資とキャッシュフローの関係は、企業の資金調達にも影響を与える。日米独の経済部門別資金過不足をみると、日本では98年以降に非金融企業が資金余剰となっており、米国では97年から非金融企業が海外からの資金流入を背景に資金調達を行っていることがわかる。ドイツの非金融企業が慢性的に資金不足となっていることは、通貨統合を契機に欧州企業の大量な資金調達が可能になったことを受けてクロスボーダーM&A が活発化したことを反映していると推測した。日米独の中で有利子負債残高/キャッシュフロー比率と設備ストック利益率の2つの尺度から比較すると、企業の過剰債務問題が最も深刻なのは日本であり、それによる設備投資の低迷や実物資産の低い利益率は、日本の名目金利の低位安定に引き続き貢献すると予測している。

堀と安藤(2002)は、日本企業の流動性資産の保有状態および設備投資や生産などの企業行動に与える影響を考察している。分析結果は以下である。誘導型 VAR を用いた Granger の因果性の観点から日本企業の流動性資産の保有比率は売上高に影響を受け、日本では手元流動性比率という、売上高に対する流動性資産保有額の比率が経営指標として重視されていることが

らも整合的である、としている。そして、彼らはマクロの分析であることからキャッシュフローが設備投資に対して説明力を持つのを否定できないが、なにより、企業の設備投資に最大の影響を与えている可能性が高い変数は流動性資産であり、企業の設備投資の増加を喚起するための金融政策として、日本銀行は単に金利を引き下げるのではなく、企業の需要に応じて適切に流動性を確保することが必要となる。そしてこのことから金融政策の波及経路における貸出のチャネル、すなわち銀行を通じた流動性の供給が長期にわたって日本経済に大きな影響を与えてきた。しかし、2000年以降は手元流動性が急落していることから流動性に対する需要が減少している可能性がある。このような状況では、従来の金融政策では効果は乏しく、経済環境に応じた新たな金融政策のあり方が求められている。としている。

(b) 考察

上記の先行研究を踏まえて考察を行う。まずは北村(2002)の過剰資本の整理であるが、過剰資本の整理が行うことによって一人一人の労働者の重要性、労働の重要性が高まる。そこから労働の効率性が高められたと考えることができ、95年のマクロデータで全体として労働効率性が上昇していることから整合性が取れる。

新屋・能瀬・岸野・菊田・茨木(2005)は、過剰債務からの調整プロセスを反映した動きとして、企業の貯蓄超過が起きている、としている。これは貯蓄過剰になることで経営安定度が高まっていると考えられる。そこで図6を見てみると、左の列のX軸が経営安定度であり、1995年以降、塊が右に若干移動していることから整合性が取れるということが出来る。

水野と高橋(2002)は、1990年代の人件費の上昇が日本の利益率の低下の原因だとしているが、図6の右の列、X軸である労働効率性と大きな関係を持つ。1990・1995の労働効率性は1985年の位置と全体的に同じ位置にあり、2000年になると、労働効率性が上昇していることがみてとれる。これは水野・高橋が言うように、1990年代では人件費が日本の利益率を妨げ、これを解決することによって、つまり2000年に労働効率性が上昇し、そして2000年には日本企業の利益率が上昇した、と考えることが出来るため、整合性が取れる。つまり1990年代の平成不況におけるリストラクチャリングが大きく寄与していると考えることが出来る。ドイツにおいて、通貨統合を契機に欧州企業の大量な資金調達が可能になったことを受けてクロスボーダーM&Aが活発化した、としているが、我々の分析からは判断しかねる。また、日本がドイツと同じように通貨の供給量が増加することでM&Aに結びつくかどうかはこれから検証すべき課題であるだろう。

堀と安藤(2002)は、企業の設備投資の増加を喚起するための金融政策として、日本銀行は単に金利を引き下げるのではなく、企業の需要に応じて適切に流動性を確保することが必要となる。としているが、我々は次章以降、現在の金融政策の一つである金利の上げ下げが本当に効果を発揮しているのかどうかを確かめようと思う。次章以降の我々の分析の方向性としては、現在の金融政策の効果を確かめると同時に業種ごとによって金融政策の効果を明らかにしていくことである。

第3章 企業業績の分析

本章では業績指標を経営指標および物価や為替レートと言ったマクロ指標、さらにマネーサプライや公定歩合と言った金融指標によって回帰する事で、企業部門の業績が何によってもたらされるかについての分析をおこなう。第1節ではミクロ分析として、自動車、商社、繊維、不動産の各業種に属する代表的企業の業績指標（株価）を回帰する。第2節では、マクロ分析として、卸売、小売、情報通信、繊維、鉄鋼、輸送用機械、不動産、サービスについて「業況判断DI」を回帰する。

第1節 ミクロ分析

ミクロ分析では個々の企業の業績指標を分析する事で、個々の企業業績の影響要因を探る。本稿では企業の目的関数を株価最大化とし、株価をミクロの業績指標とする。株価は、企業の行動のみならず、マクロ要因や将来についての投資家の期待も反映する。マクロ要因に関しては企業業績に大きな影響を及ぼすし、投資家の期待は企業の将来における予測情報を含む。さらに株価に発行株式数を乗じた時価総額は企業の金銭的価値をしめすものである。このような理由から株価をミクロの業績指標とした。

以下自動車、商社、繊維、不動産の各業種に属する代表的企業の業績指標を最小二乗法により、線形回帰（重回帰）する。被説明変数としては株価（P）説明変数としてはマクロ指標、金融指標、経営指標をとった。

以下説明変数

マクロ指標：卸売物価指数（WPI）、消費者物価指数（CPI）、GDP成長率（GDPg）、為替レート（YENdollar）、株価水準（SPI）、地価水準（Lpi）、失業率（UR）

金融指標：マネーサプライ上昇率（M2CDg）、コールレート（CR）

経営指標：主成分1～6（function1～6）

この際、当てはまり（相関係数）の良さから、株価について自然対数をとった。

回帰にあたり、1965年から2006年迄の年度毎のデータを使用した（データ数42）。株価に関しては年間の平均値をとった。

従って回帰された株価の式は以下の通り。

$$\log P_t = C + \sum_{k=1}^7 a_k X_{kt} + \sum_{i=1}^2 b_i Y_{it} + \sum_{j=1}^6 c_j Z_{jt}$$

$$\sum_{k=1}^7 a_k X_{kt} : \text{マクロ指標}、\sum_{i=1}^2 b_i Y_{it} : \text{金融指標}、\sum_{j=1}^6 c_j Z_{jt} : \text{経営指標}$$

また、株価に対する影響度を調べる為に「説明力」を計算する。

説明力 E は以下の式で導出される。

$$E = \frac{b_i X_t}{\log \hat{P}_i}$$

また、定数をぬいた変数だけに関する説明力 E_v として、 $E = \frac{b_i X_t}{\log \hat{P}_i - C}$ を計算した。

3.1.1 自動車

表 6 はトヨタ自動車の株価の回帰結果である。決定係数は 95% を超えていることから、回帰式が十分に株価を説明できている事が分かる。係数をみると、卸売物価指数、M2CD、為替、株価水準、コールレート、失業率、F1（経営効率性）、F2（ストックの安全性）に関して t 値は有意である。卸売物価指数、為替、株価水準の係数は小さくその影響がほとんどない事を示している。資源調達及び製品販売の海外展開を強め為替や物価の影響をうけにくい企業体質を作り上げたものと考えられる。

説明力を見てみると、マネーサプライ及びコールレートの影響は 90 年に最も強く、以降低下しており、2006 年には非常に微々たるものである。逆に経営効率性はバブル期から現在迄一貫して強い影響をもっている事が分かる。

表 7、表 8 の日産、本田に関しても概ねトヨタと同様の結果を得る事が出来た。即ち、金融政策に関してはマネーサプライよりもコールレートの影響の方が強く、さらに金融政策はバブルの崩壊迄は強く効いていたが、現在はその影響は微小である事が分かる。また株価に対して経営効率性が最も強い影響を及ぼしている。

3.1.2 総合商社

表 9 ~ 11 は商社各社（三菱商事、三井物産、住友商事）の株価回帰結果である。卸売物価指数、GDP 成長率、株価指数為替の係数は小さい。金融政策に関しては、コールレートがマネーサプライよりも強く効いており、バブル期には強く作用していたが、現在はその影響が微弱である事がわかる。経営指標については F1（経営効率性）及び F3（フローの安全性）が強く効いている。

3.1.3 不動産

表 12、13 は三菱地所および三井不動産の株価回帰結果である。マネーサプライ、コールレート共に効いており、バブル期には強く作用しており、現在はその影響が微弱である事が分かる。経営指標については、F3（安定的収益力）が非常に強く効いており、F1（生産効率性）、F2（財務安定度）も強く効いている。

3.1.4 繊維

表 14、15 は帝人および東レの株価回帰結果である。バブル期にはコールレートの影響が強く、現在はその影響は非常に小さい。経営指標では F3（事業収益力）が強く効いている。

3.1.5 まとめ

4 業種いずれにおいても、現在においては金融政策の影響が小さいことがわかった。全体的に見た場合、経営および生産の効率性が強く効いており、現在深刻な不況下にある繊維は効率性が落ち込んでいる。

これらから、企業の業績拡大のためには自らの経営努力により経営指標を高めることが必要であることがわかる。より詳細には効率性を高めることが求められる。

第2節 マクロ分析

マクロ分析では卸売、小売、情報通信、繊維、鉄鋼、輸送用機械、不動産、サービスについての業績分析を行う。ここで扱う企業は上場企業から中小企業迄含めた、当該業種に属する全企業についての業績分析を行う。これについて業種毎の業績指標として日銀による「全国企業短期経済観測調査」の「業況判断DI」を用いる。このDIの対象企業は中小企業から大企業までを含み、その範囲が法人企業統計年表と整合的である事から、これを採用した。

蒲田・須合(2006)によると金融政策効果について1990年10月に構造変換が起きているとの指摘から、期間を91年以降とした。その為、サンプル数が17個と非常に少ない為、説明変数を減らし、主に金融政策と経営努力による影響を見る為に説明変数を金融指標と経営指標に限定した。従って使用した変数は金融指標として、マネーサプライ及びコールレート。経営指標として第1章で導出した経営指標F1~F6である。

説明変数が少ないために、決定係数が低くなってしまったため、これを高める為に無駄な変数を排除した。方法としては、ステップワイズ法¹を用いつつ、コールレートが説明変数から除外されてしまわない様に説明変数をとった。

従って回帰された株価の式は以下の通り。

$$\log P_t = C + \sum_{i=1}^2 b_i Y_{it} + \sum_{j=1}^6 c_j Z_{jt}$$

$$\sum_{i=1}^2 b_i Y_{it} : \text{金融指標}、\sum_{j=1}^6 c_j Z_{jt} : \text{経営指標}$$

また、ミクロ同様にDIに対する影響度を調べる為に「説明力」を計算する。

説明力Eは以下の式で導出される。説明力Eは以下の式で導出される。

$$E = \frac{b_i X_t}{\log \hat{P}_i}$$

また、定数をぬいた変数だけに関する説明力 E_v として、 $E = \frac{b_i X_t}{\log \hat{P}_i - C}$ を計算した。

3.2.1 繊維

表16は繊維に関する回帰結果である。決定係数が低いが、海外への生産拠点の転移などの影響だと思われる。係数に関しては、コールレートがプラスとなっているが、1990年以降

¹ ステップワイズ法は説明変数が多数ある場合に、相関係数が高い順に説明変数を投入し、投入した結果F値が上がった場合、当該説明変数を採用するという方法。

コールレートは低位に全く推移していなかった為に、見せかけで正の相関となってしまう。この傾向は以下のほぼ全ての業種に関してみられた。

説明力を観ると、バブル崩壊後 1995 年迄はコールレートの影響が強く観られるが近年その影響は低下している。経営指標の F 6（生産主体単位当たり売上高）の影響が強い。

3.2.2 鉄鋼

表 17 は鉄鋼に関する回帰結果である。マネーサプライの影響力はバブル崩壊後低下した。コールレートの影響もバブル崩壊後 2000 迄非常に低下したが、現在はまた強くなってきている。経営指標については F 3（労働効率性）F 4（資本利用効率性）の影響が強い。

3.2.3 自動車

表 18 は自動車に関する回帰結果である。コールレートの影響力はバブル崩壊後低下している。経営指標については F 1（経営安定度）と F 4（資本利用効率性）の影響が強い。

3.2.4 不動産

表 19 は自動車に関する回帰結果である。マネーサプライの影響はバブル崩壊後 1995 年迄に一旦上がったものの、以降現在に至る迄低下しているがその影響は微弱だがある。またコールレートの影響はバブル崩壊後一様に低下している。経営指標は F 6 が効いている。

3.2.5 卸売

表 20 は卸売に関する回帰結果である。現在コールレートの影響は低下しており、F 4（資本利用効率性）の影響が強い。

3.2.6 小売

表 21 は小売に関する回帰結果である。現在コールレートの影響は低下しており、F 3（労働効率性）の影響が強い。

3.2.7 情報通信

表 22 は情報通信に関する回帰結果である。現在コールレート、マネーサプライの影響は低下しており、F 2（収益獲得力）の影響が強い。

3.2.8 サービス

表 23 はサービスに関する回帰結果である。1995 年以降コールレート、マネーサプライの影響は低下している。F 1（経営安定度）、F 2（収益獲得力）の影響が強い。

3.2.9 まとめ

表 24 は 2006 年における各業種の有意な説明力をまとめたものである。グレーの部分は変動のみの説明力 E_v をしめしている。

これによると、いずれの業種においても金融政策よりも経営努力の効果が業績を高めていることがわかる。

金利の効果が比較的強く現れているのは鉄鋼と繊維である。これは重厚長大型の産業である鉄鋼が経営上、投資活動が密接であるためだと思われる。繊維に関しては、金利の影響が強いというよりも、経営指標が低いため、相対的に金利の影響が強くなったものだと思われる。

マネーサプライの効果が比較的強く現れているのは、不動産と情報通信である。不動産マネーサプライの増加により投機的マネーが流入しているため、その効果が強く現れているのだと思われる。情報通信は投資の資金供給先を市場に求めているため、市場依存度が高く、マネーサプライの影響を受けているのだと思われる。

経営指標の影響はいずれの業種においても強い。

経営における安定性を示す経営安定度の影響が強いのは自動車、情報通信、サービス。

収益獲得力の影響が強いのは情報通信、サービス。

労働効率性の影響が強いのは鉄鋼、卸売り、小売。

資本利用効率性の影響が強いのは鉄鋼、自動車。

生産の効率性を示す生産主体単位あたり売上高の影響が強いのは繊維工業、不動産。

上記の結果から、企業の業績向上のためには、金融緩和政策による企業の資金調達コストの減少という財務面の助成による影響よりも、企業自身の経営努力による「効率性」の向上がもっとも強い影響を与えることがわかった。

第4章 企業業績の考察

本章では2、3章の分析を踏まえ、企業業績について考察を行う。第1節では金融政策に関する先行研究を紹介しつつ、金融政策が企業業績に及ぼす影響についてまとめる。第2節では前節及び2、3章を踏まえつつ、企業業績最大化を達成する為の要因について考察を行う。

第1節 金融政策に関する先行研究

最初に述べたが、金融政策の企業行動に及ぼす影響に関する分析は、マクロ分析、もしくは金融機関を通じた間接的分析に2分される。

但しいずれの方法にせよ、ミクロナ行動主体である企業への影響を直接的に測っているわけではない。先ず、金融政策の波及効果をまとめる。杉原・三平・高橋・武田(2000)によると、その波及経路は「金利を通じる波及経路」と「量的波及経路」に分けられる。前者は「短期金利 長期金利 (設備投資など)金利感応的実物需要 実体経済」という金利の期間構造および実体経済の金利感応度を重視した経路、後者は「ベースマネー(準備預金) マネーサプライ (マネーと各種金融資産や実物財・資産間での)ポートフォリオ調整 実体経済」という信用乗数過程およびポートフォリオ調整を重視した経路である。これにより実体経済において金融政策は企業の投資活動に影響を及ぼす事で、企業の行動に影響を与えていく。

90年代は均衡金利が0以下となったことが推測されるが、このことは金利調整による金融緩和政策が不能になっている可能性を示唆している。このため日本は2001年以降「量的緩和政策」を採用し、マネーサプライのコントロールによる金融緩和政策を試みた。

杉原・三平・高橋・武田(2000)は90年代には金融システム不安等の影響により、信用乗数が不安定化していることを指摘している。このことはマネーサプライのコントロールが難しくなっていることを示している。鎌田・須合(2006)は金融部門の「貸出金利」と「貸出態度」を政策変数として利用し、VARモデルを使った実証研究で90年代の金融政策の効果を分析している。これによると、95年までは金融政策は有効に機能していたが、99年、01年、05年までと年を経るごとにその効果が低減していることを指摘している。中澤・大西・原田(2002)はVARモデルを使った実証研究の中で、「予期せぬマネー」¹の減少のために、1990年代マネーサプライがGDPを押し下げる方向に寄与したことを確認している。またコールレートの引き下げによる金融緩和の効果は比較的小さなものであることも確認している。

こうした金融政策が90年代以降その効力を弱めているのではないかという懸念が強まっている。鵜飼(2006)は「量的緩和」政策の効果に関する実証研究をサーベイしている。これによると、同政策は「量的緩和政策継続のコミットメントが将来の短期金利の予想経路に働きかける効果」(時間軸効果)を確認している。一方総需要・物価への直接的な

¹ 政策反応関数を用いて導かれたマネーサプライを「予期されたマネー」とし、これにより説明できないマネーを「よきせぬマネーとしている」

押し上げ効果に関しては限定的との見方を示している。このことから、金融政策の効果の発現には中央銀行からの民間に対する金融政策に関する情報発信が重要であるとしている。

これらの先行研究はいずれも近年の日本において金融政策が GDP 上昇や物価上昇というマクロ的課題に対して、それ自体では有効に機能していないことを示唆している。

第2節 企業業績最大化要因の考察

前節での先行研究のまとめによると、近年の日本において金融政策がマクロ的に機能していないとしている。これは第3章での分析と整合的である。

第3章において、90年代以降の金融政策が業績に与える効果はミクロ、マクロともに年々逡減し、一部の業種では、まだその効果はあるものの、相対的には企業自身の努力による効果の方が大きいことが確認された。企業努力の結果である経営指標の中でも特に効率性の指標が強く影響していることが確認された。第2章の企業行動の分析の中で多くの企業群は効率性を追求してきたことが確認されたことも、これと整合的である。

これらから、金融政策が企業業績最大化に限定的にしか寄与しないこと。企業業績最大化のためには、企業自身の効率性を高めることが必要だとわかる。

第5章 効率性に関する分析

前章での分析により企業業績最大化達成の為には、効率性を高めることが重要であることが確認された。本章ではこれを踏まえ、企業の効率性を高める方策について考察する。第1節ではM&Aをはじめリストラクチャリング(企業分離、企業結合を含む企業再構築)の効果。第2節ではITの導入の効果について、先行研究を踏まえつつ分析行う。

第1節 リストラクチャリングが企業の効率性に与える影響に関する先行研究と考察

バブル崩壊後の日本企業は「選択と集中」により、ヒト・在庫・債務の過剰を解消することで、経営の効率性を高め、経営の体力を高めていった。これを短期間で達成するにあたり、効率的な経営をしている企業による企業買収が効果的である。本節では主に企業買収すなわち、M&Aに着目する。

M&Aは、企業の買い手、売り手の双方が経済的合理性を求めた結果、つまり、2つ以上の企業が合併することによって生じるシナジー効果によって経営の効率性を改善することへの期待をもとめた結果、行われる。

橋本(2003)はM&Aの要因・動機について以下のようにまとめている。

- 戦略的で特殊な資産の獲得
- 新市場と市場の支配力の追求
- シナジー効果の期待
- 大規模化
- 多角化(地理的に多角化)とリスク分散
- 金融的誘因
- 経営者の個人的動機
- 大企業間の戦略的相互作用(相互誘発作用)

M&Aは短期間での市場シェアの拡大や市場支配力の強化、新分野への進出を可能とする点および、企業規模の拡大によるメリットの追求により、企業は効率性を短期間に獲得できるとしている。

井上(2006)は効率的な経営を行っている企業による非効率的な企業の買収には経営改善効果があるとまとめている。井上は、企業の資産利用の効率性を示す「Qレシオ」

($\frac{\text{企業の株式市場における価値}}{\text{企業の保有資産の価値}}$)を用いて米国のM&Aに関する実証分析をまとめている。

これによると、M&Aに際して、買収企業のQレシオが買収対象企業のQレシオを上回るケースは全体の3分の2に当たる。これは、比較的Qレシオの低い(保有資産を非効率的に運用している)企業が敵対的買収の対象となっていることを示しており、敵対的買収の対象企業Qレシオ平均は1より有意に小さいことも報告されている。このようにQレシオを現経営陣の下での経営の質の関数とみなした場合、高Qレシオの買収企業による低Qレシオの買収対象企業の

買収では経営効率改善効果が最大になると考えられる。これは米国の研究であるが、日米において以下の2点が類似している。

・1980年代米国と1990年代日本では、いずれも多くの産業で過剰生産力が発生しており、そのリストラクチャリングや業界再編が求められていた、という点。

・資本市場が株主利益保護の意識を強め、株主利益最大化を企業経営者に求められている、という点。

これに関連して、井上は Jensen の研究を紹介している。すなわち、『米国の1980年代のM&Aは、生産過剰力が存在する状況下でも企業による自主退出が行われなかったため、資本市場が過剰生産力を保有する産業において非効率的な企業の退出を強く求めたものと性格づけられる。その上で、非効率企業の退出を促すM&Aは、企業破綻より取引コストが大幅に低く、経済全体にも利益を与えるものである。』と主張されており、これは今日の日本経済にも当てはまるものである。

岡部・関(2006)はM&A実施企業にとっての経営の安定化および効率化の面に焦点を絞り、実証的に日本企業のM&Aを分析している。その結果、(1)M&Aの実施後に経営の安定化(倒産確率の低下)と効率化(ROEの上昇)をともに実現した場合が5割弱のケースで見られた一方、それ以外のケースが5割強あった。(2)このためM&Aはハイリスク・ハイリターン性の性質を持つ経営戦略と考えられる。(3)経営を効率化させる効果と安定化させる効果を比較すると、経営を効率化させる効果の方がはるかに大きい。(4)このためM&Aは日本経済の構造変革にとって有効(いわゆる時間を使う)手段といえる、としている。

これら先行研究から、M&Aは効率性を高める方策として有効であると考えられる。

第2節 ITの導入が企業の効率性に与える影響に関する先行研究と考察

現在の企業活動において、ITの活用は不可欠なものである。経営管理から事務的な日常業務迄、企業活動とITの利用は密接なものとなっている。

湯浅、廣松・栗田・坪根・小林・大平、谷内(2005)によると、ITの導入による効果は1.情報伝達速度、正確性をはじめシステム上の効率性が高まる、2.中間管理職の業務をITが代替するため、人的費用が逡減される点を挙げている。

ただし情報技術はその陳腐化が著しいために、次々と新たな投資を行う必要がある。

第3節 まとめ

前節迄でM&A及びITの導入は企業の効率性を高める事が分かった。企業の効率性の向上は現代の日本企業の業績最大化に大きく寄与する事が前章迄で確認できた事から、次章において、M&A及びITの導入を促進する政策を提言する。

第6章 政策提言

2章から5章迄の分析・考察を踏まえ本章では企業業績最大化を達成するための政策提言を行う。具体的には企業の効率性を高める事を目的とした、M&Aの活性化とITの導入を促進する事を主眼とした政策提言を行う。第1節において金融緩和を提案し、M&Aを始め企業の投資行動を促進する事を提言する。第2節において、M&Aの実行及びITの導入を行った企業に対して当該行為に対して税制を優遇する事を提言する。最後に第3節においてM&Aの専門パネルを公的に設置する事で、現在非常に煩雑なM&Aの手続を簡素化する事を提言する。

第1節 金融緩和

M&Aの実行及びITの導入は企業にとっての投資活動である。従って実行にあたり資金量達を容易にする為に、金融緩和政策をとる事を提言する。

第2節 優遇税制

平成19年度から20年度にかけてIT投資を行った企業は特別償却もしくは特別控除という形で税制優遇を受ける形となっている。しかし特別償却は課税の繰延であり、特別控除も取得額の7%と非常に少額である。この特別控除の割合を高める事で、企業にIT導入を促すインセンティブを与える事を提言する。

第3節 公的専門機関の設置

現在M&Aを企業が行う場合、法務上、会計上、税務上非常に煩雑な手続が必要となる。結果として現在の楽天のTBSに対する買収案件の様に決着が長期化したり、M&Aに必要なコストが大きくなったり、中小企業が技術上の問題でM&Aを行えなくなる等の問題が生じる。イギリスの様なテイクオーバーパネル等、M&Aの技術的な部分をサポートする公的な中立的な機関を設置する事で、M&Aを機動的に行えるような環境づくりを提言する。

参考文献・データ出典

主要参考文献：

- ・ 桜井久勝著（2003）『財務諸表分析』中央経済社
- ・ 吉野直行、松浦克己、米澤康博編（2000）『変革期の金融資本市場』日本評論社
- ・ PwC アドバイザリー編（2006）『財務デューデリジェンスの実務』中央経済社
- ・ S.H. ペンマン著（2005）『財務諸表分析と証券評価』白桃書房
- ・ 本田正久著（1990）『多変量解析の実際』産能大学出版

先行研究および参考論文：

- ・ 北村行伸（2002）「『企業活動基本調査』に基づく日本企業行動のパネル分析」
- ・ 北村行伸（2003）「企業収益と負債」
- ・ 木戸大介（2002）「東京市場のファンダメンタル分析」
- ・ 堀敬一、安藤浩一（2002）「流動性資産と企業行動」
- ・ 橋木俊詔、羽根田明（1999）『都市銀行の合併効果』
- ・ 北村行伸（2002）「『企業活動基本調査』に基づく日本企業行動のパネル分析」
- ・ 新屋吉昭、能瀬憲二、岸野 崇、菊田逸平、茨木秀行（2005）「資金面からみた最近の企業行動の特徴」
- ・ 岡部光明（2005）「日本企業：進化する行動と構造」
- ・ 秋本敏男（2001）「企業評価の意義と手法に関する新しい展開」
- ・ 水野温氏、高橋祥夫（2002）「企業行動の国際比較」
- ・ 祝迫得夫（2003）「株価指数の系列相関と規模別ポートフォリオの相互自己相関」
- ・ 橋木俊詔、羽根田明（1999）「都市銀行の合併効果」
- ・ 廣松毅「情報装備の労働投入代替効果に関する定量分析」
- ・ 湯浅忠「IT 経済社会の新しい経営システム思考」
- ・ 谷内篤博（2005）「IT 化が人的資源管理にもたらす影響」
- ・ 岡部光明、関晋也（2006）「日本における企業 M&A の効果」
- ・ 井上光太郎（2006）「日米の M&A と株式市場の評価：サーベイ」
- ・ 橋本輝彦（2003）「M&A プームと企業システムの変化」
- ・ 清水一（2006）「企業のリストラクチャリングと財務パフォーマンスの関係について」
- ・ 島上健「開放経済における金融政策について」
- ・ 鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」
- ・ 鎌田康一郎、須合智広（2006）「政策金利ゼロ制約下における金融政策効果の抽出」
- ・ 中澤正彦、大西茂樹、原田泰（2002）「財政金融政策の効果」
- ・ 廣江満郎（2004）「金融政策の有効性 セントルイス・アプローチによる計量分析」
- ・ 杉原茂、三平剛、高橋吾行、武田光滋（2000）「金融政策の波及経路と政策手段」

データ出典

- ・ 日経 NEEDS, 一般財務決算期
- ・ 日経 NEEDS, 株式
- ・ CD-株価(株価 CD-ROM)
- ・ 財務省財務総合政策研究所 H P 法人企業統計調査
- ・ 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」