

## 1. 背後にある問題意識

企業の利益率はいったい何によって決まるのだろうか。これが本論文の背後にある大きな問題意識である。

利益率は企業の‘総合的な’業績指標であるゆえに、経済学・経営学・会計学のいたる分野の研究で取り扱われている。しかし、それらの研究の蓄積を寄せ集めただけでは、上記の問いに対する満足な解に達することはできないと思われる。少なくとも以下の2つのタイプの研究の蓄積は不可欠と思われる。

一つは、各分野の研究成果を統合するタイプの研究である。総合指標である利益率はそれに大きく影響を与えている要因が複数存在し、各要因間にも様々な関係が存在しうる。ところが、利益率が取り扱われている研究の圧倒的多数は、その中心的テーマが利益率とは別の所にあるためか、複数の研究分野を包括的に扱うことは、まずない。

もう一つは、マクロ環境要因と利益率をつないだ研究の蓄積である。利益率決定に影響を与える要因を経営、産業環境、マクロ環境、会計の4つに分類した場合、マクロ環境要因は直接的にも他の要因を通じたルートでも利益率への影響が大きいことが予想されるのに、データ等に基づいて考察・検証した研究は、なぜかあまり存在しない。

## 2. 本論文の目的

前項の2点を踏まえて、本論文では、日本マクロ平均像のROA(=総資産事業利益率)の長期的推移を分析の中心的対象とし、石油輸入価格、為替レート、国内需要成長率の需要成長率への寄与度(以下、内需成長率寄与度)の3つのマクロ環境要因に中心的な視点をおき、その推移の論理の考察を行なった。

その研究の目的は、二つある。一つは、石油輸入価格、為替レート、内需成長率寄与度の3つのマクロ環境要因と利益率(ROA)との間の関係性を、その中でも特に各要因の急変動とROAとの関係性を明らかにすることである。日本企業のROA水準が長期的に低下した1973年から1993年の期間は、上記の3つのマクロ環境要因がいずれの要因も何度も急変動した時期であるため、それらの関係性を知る上で適したケースである。

もう一つの目的は、日本企業のROA国家平均値の低下の論理を解明することである。これを目的にする理由は二つある。ひとつは、この現象はその説明論理を明らかにすること自体の社会的意義が大きいケースだからである。もう一つは、論理解明のための総合的な分析を通じて、各分野の研究成果を統合する研究の蓄積に貢献できるからである。

## 3. 分析の視点と方法(本論文の概要)

本論文では次のようなプロセスで、日本企業のROA国家水準の長期的低下の論理の解明と、3つのマクロ環境要因(の急変動)と国家の利益率水準の間の関係の明確化を試みた。まず、第1章では既存研究のレビューを行い、第2章では分析の第1歩として、財務分解分析によって事実をより詳しくオーバービュー行なった。財務分解分析とは、ROAやその推移に関連する財務比率をさらに細かい財務比率や財務項目に分解することによって、ROAの推移の原因に目星をつけていく分析のことをいう。

その財務分解分析結果を基にして、第3章から第6章では、ROAが長期的に低下した期間(1973年から1993年)を細かく区切って、より詳しい分析を行なっていった。3つのマクロ環境要因の影響の分析をしやすくするために、3つのマクロ環境要因の急変動が起きた時期を境に、1961年から1975年(第3章)、1976年から1981年(第4章)、1982年から1987年(第5章)、1988年から1993年(第6章)、の4期間へと分割したのである。なお、各期間の3つの環境要因と国家のROA平均値の大まかな推移は表1-1(図表の番号は論文中の表記と同じものを使用)の通りである。

表1-1 ROA、石油輸入価格、為替レート、内需成長率寄与度が急変動した時期

年	1973→1975	1979→1981	1985→1987	1991→1993
ROA	低下	横ばい	横ばい	低下
石油輸入価格	上昇	上昇	低下	横ばい
為替レート	横ばい	横ばい(やや低下)	上昇	上昇
内需成長率寄与度	低下	横ばい(-時的低下)	横ばい(-時の上昇)	低下

また、各章のタイトルは次の通りである。第3章:なぜ第1次石油危機直後(ROA)は急低下したのか。第4章:なぜ第2次石油危機直後には横ばいしたのか。第5章:なぜプラザ合意直後、横ばいしたのか。第6章:なぜバブル崩壊直後に急低下したのか。

以上の第3章から第6章の細かい期間に分類した分析の結果を統合し、第7章では日本企業のROA水準長期的低下を説明する論理全体像の構築と3つのマクロ環境要因それぞれのROAへの影響パターンをまとめた。

そして、続く第8章と第9章では、日本平均像で構築した論理全体像と3つのマクロ環境要因のROAへの影

響パターンを他の現象に当てはめてみることを通じて、更なる論理の詰めとその検証の補強を行なった。第8章では国際比較という位置づけで米国のマクロレベルのROA水準の推移を、第9章では日本的経営をする象徴的な企業でのケーススタディーという位置づけで松下電器のROAの推移を対象に当てはめ分析を行なった。

#### 4. 本論文の貢献

上記したように、本論文は問題意識を提示する序章、既存研究をレビューする第2章、日本マクロの分析結果をまとめた第6章を除けば、どの章も、対象とするケースや期間に違いはあるものの、すべてデータによる検証を行なっている章である。したがって、各章ごとにまとめるという要旨のフォーマットは本論文のような研究にはそぐわないと思われる。各章の細かいデータ結果を紹介しても仕方がないからである。ゆえに、そのようなデータ分析の結果どのような貢献があったのか、という形で要旨を記述する。

本論文の貢献は、大きく4つに分かれる。①「石油輸入価格、為替レート、内需成長率寄与度という3つのマクロ環境要因が日本企業の利益率の国家平均値に与える影響の大きさの明示化」、②「それら3つのマクロ環境要因各要因の急変動と日米企業の全体としての行動の間のパターンの明確化」、③「マクロ環境要因の急変動に対する全体としての反応パターンへの企業システム(とその編成原理)の影響の発見」、そして、④「日本企業の利益率(ROA)国家平均値の長期的低下についての論理全体像の提示とその精緻化」である。

##### 3つのマクロ環境要因の国家レベルのROAへの影響の大きさの明示化

日本における3つのマクロ環境要因の利益率への影響、特に各マクロ要因の急変動期における影響を明らかにしたことは、本論文の一つの大きな貢献であろう。明示化は、大きくは2つの方法を用いて行なった。

一つは、日本企業に関する詳細なデータに基づく分析という方法である。指標の作成や分析の工夫によって個々の要因の絶対的な影響をあぶり出すことを試み、それを全体の財務比率分解分析の一部として行なうことで、相対的な影響の大きさの測定も試みた。指標の工夫の例としては、売上高原油輸入総額比率や売上高貿易収支比率というような指標の作成とその分析が挙げられる。また、分析の工夫としては、実質GDP成長率と企業の付加価値額成長率との相関分析等が挙げられる。

もう一つは、その分析結果と米国の結果との比較という方法である。ただし、米国に関してはデータの制約上、直接的な比較はできなかった。また、その比較分析の中で、米国平均像に対する3つのマクロ環境要因の影響も部分的ではあるものの、明らかにした。

それらの分析結果の非常にざっくりと要約してしまうと、次のようになる。日本においては、とにかく内需成長率寄与度が国家のROA平均値に非常に大きな影響を与えている。内需成長率寄与度の値の大きさによってROAの水準は大まかに決まり、その変動がROAの変動に大きく影響する。石油輸入価格については、石油コスト自体が全体のコストに占める割合は小さいが、石油輸入価格の急変動が石油コスト上昇(あるいは低下)を通じて国家のROA平均値に与える影響は、内需成長率寄与度ほどではないが、少なからずあった。一方、為替レートの変動については、そもそも貿易収支が国家全体の付加価値に占める割合も小さく、また、その急変動が貿易収支を通じて直接的にROAの国家平均値に与える影響はほとんどなかった。ただし、石油輸入価格も為替レートも、内需成長率寄与度の低下を通じた間接的なルートを通じては、ROAの国家平均値に少なからず影響を与えていた。

米国においても、大まかな傾向は基本的に同じであると思われる結果が見られた。ただし、内需成長率寄与度がROAに影響を与える論理自体は日本とは大きく異なり、また、石油(輸入)価格の高騰と自国通貨価値の上昇が国家のROA水準に与える負のインパクトの度合いは、直接的な影響においても内需成長率寄与度と融合した場合においても日本より大きいことが予想される。

##### 各マクロ環境要因に対する国家レベルの対応パターンの明確化

二つ目の貢献は、各マクロ環境要因の大きな変動、特にマイナスの方向への急変動に対して、日米企業が国家全体としてどのように対応するかについてのパターンを明らかにした点である。

この二つ目の貢献と三つ目の貢献は、分析を始める前から意図していたものではなく、実際に分析を行なう中で生まれてきたものであった。マクロ環境要因の主に負の方向への急変動(ショック)と利益率との関係を分析する中で、各要因の変動に対する日米企業の対応にパターンが存在すること、そのパターンに日米間に違いが見られることを発見したのである。ただし、日本については詳しいデータに基づいているが、米国についてはデータの制約上、詳しい検証はできていない。

その結果を日米の違いに焦点を当てて簡単に要約すると次のようになる。

内需成長率寄与度の急落に対する対応パターンでは、日米間の違いは、本源的インプットの投入量成長率、産業内・産業間構造の変化、人件費の成長率等に表れる。日本はヒトの量の成長率は常に維持し、資本の量の成長率は資金的余裕がない場合は大きく低下させ、余裕がある場合は高い水準で維持するのに対し、米国はヒトの量も資本の量も成長率を大きく低下させる。結果、米国の方が日本に比べてかなりドラスティックに産業間・企業間構造のリストラクチャリングが行なわれる。人件費成長率については、日本では常に維持するのに対し、米国では急低下させる。

急激な自国通貨価値の上昇に対しては、輸入に関して特に大きな違いが見られる。日本は輸出の対策活動の一環として国内回帰が行なわれ、また、国内企業の退出があまり起きないので、輸入数量の成長率はそれほど上昇しない。米国では、国内回帰があまり起きず、また、すぐに退出が起きるので、輸入数量の成長率が大幅に上昇すると思われる。

原油輸入価格の高騰に対しては、石油使用効率上昇のための省ムダ活動において違いが見られる。日本では、産業間・産業内のリストラクチャリング激しく行なわれないので、省ムダ活動が激しく行なわれる。その一方で、米国ではリストラクチャリングが激しく行なわれるので、省ムダ活動はそれほど激しく起きない、と思われる。

三つ目の貢献は、日米間の各変動に対する国家としての企業行動のパターンの違いには企業システムとその編成原理の違いが大きく影響をしているという仮説を提示し、内需成長率寄与度の急変動への対応を中心に、企業システムの編成原理と各マクロ環境要因変動に対する対応パターンの関係についての論理を大まかに示しているが、データに基づいて明らかにした点にある。

人本主義(日本)と資本主義(米国)という企業システムの編成原理の違いによって、上記したような対応パターンの違いのかなりの部分を説明できるのである。実は、この貢献が本論文の最も大きな貢献となっている可能性が高い。というのは、この発見は利益率決定理論のコンセプチャルフレームワークに対してかなり大きな貢献をする可能性があるからである。そして、本論文では実際に、この貢献を利用して、新しいコンセプチャルフレームワークの提示(後述)を試みている。

#### 長期的低下の論理全体像の提示と精緻化

4つ目の貢献は、国家のROA水準の長期的低下という興味深い現象に対する論理全体像を日本については詳細なデータに基づき、米国に対しては仮説レベルで提示し、精緻化した点にある。

この点に対する本論文の具体的な新しい貢献は3つあると思われる。一つは、分野をまたいで総合的な分析を行なったという点である。序章で述べたように、利益率分析においては分野をまたいだ総合的な視点で分析が行なわれることはあまりないが、本論文においては、マクロ環境については内需成長率寄与度の影響等で、産業環境については産業間・産業内資源配分のリストラクチャリングの度合い等で(ただし、この点はデータに基づいたわけではなく、仮説として考察しただけである)、経営に関しては経営の複雑化等で、会計については地価の高騰の影響等で、と粗いレベルではあるが様々な分野を網羅して分析を行なった。そして、分野の異なる要因間の関係のつながりについても、例えば、マクロレベルの資金調達度合いと経営のゆるみの関係等、いくつか考察を行なった。

その中でもマクロ環境分野の要因を分析の対象に加えた点が、特に大きな貢献であると思われる。これが二つ目の貢献である。考察分野がマクロ環境要因まで遡ることはマクロレベルの利益率を対象とした分析でも、あまり見られない。それをマクロレベルにまで拡張し、マクロ環境要因の企業行動のダイレクトな影響を確かめたり、マクロ環境要因との連結という形でこれまで既存研究が取り扱っていた要因をまとめあげたりするという試みは、新しい貢献であったと思われる。その試みによって、内需成長率寄与度を起点とし、企業システムの編成原理という新しいキーファクターを加えた、これまでにないと思われる論理全体像を提示することができた。

最後に、論理全体像の国際比較分析を付け加えたという点である。利益率に影響を与えている個々の要因についての日米比較ではなく、総合分析レベルでの国際比較は、日本の論理全体像の検証や精緻化に、中でも特に企業システムの編成原理という利益率分析においては目新しいファクターの検証や精緻化に、大きく貢献したと思われる。また、その副産物として、米国のROA国家平均値の長期的低下の論理全体像についてもかなり不十分ではあるが構築し、検証することができた。そして、日本のバブル崩壊直後と米国の80年代はじめのROA国家平均値の長期的低下においては、主な原因が内需寄与度成長率の急落、サブの原因が自己通貨の上昇である点は同じであるが、そのロジックは全く異なるという結果も見出すことができた。

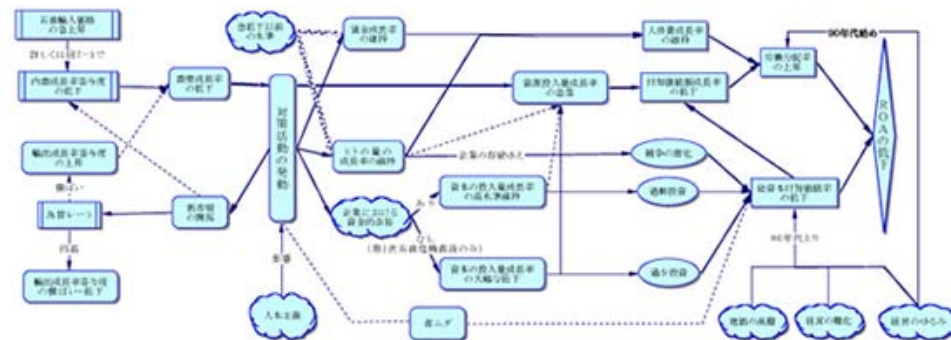
#### 提示した論理全体像

日本企業のROA水準の論理全体像の提示は、本論が掲げていた大きな目的の一つであった。本論文では図7-3とともに次のような結論と論理全体像を提示した。なお、米国の方に関しては、まだ仮説レベルの域を超えないため、今回は掲載を控えた。

#### 結論

日本企業のROA水準の長期的低下に最も影響を与えていた要因は、内需成長率寄与度であった。内需成長率寄与度以外では、地価の高騰、経営の難化、経営のゆるみ、の3つの要因が影響を与えていた。原油輸入価格と為替レートの内需成長率寄与度を介さない影響については、部分部分では様々な影響が見られたものの、また、原油輸入価格に限ってはROAの一時的な変動には寄与したものの、トータルとしての長期的な影響はほぼプラスマイナスゼロであった。

図7-3: 日本平均値における内需成長率寄与度低下のROAへの影響 (日本企業のROA水準長期的低下の論理図)



#### 論理全体像

第1次石油危機直後に、内需成長率寄与度は大幅に低下した。それに対し、日本企業は新市場の開拓を、特に輸出分野で行なった。為替レートが横ばいであったためである。しかし、内需成長率寄与度低下の度合いがあまりに大きかったので、需要成長率は大幅に低下した。

その需要成長率の大幅低下に対し、日本企業は人本主義を堅守したために、ヒトの量と賃金の成長率を維持

し、また、資本の成長率の方は、資金的余裕があまりなかったため、著しく低下させた。内需成長率低下前のヒトの量と賃金の成長率が高かったため、人件費成長率は高水準で維持された。

ヒトの量の成長率の高水準維持は資源投入量成長率にプラスの影響を与えた。しかし、需要成長率の低下があまりに大きかったため、その影響は焼け石に水であった。また、資源投入量成長率の低下にむしろ拍車をかけた。結果、企業の付加価値額成長率は大幅に低下し、労働分配率が大幅に上昇した。

また、ヒトの量の成長率の維持は競争の激化を、資本の量の成長率低下は過少投資をもたらした。省ムダ活動は激しく起こったものの、石油コストも上昇したため、総資本付加価値率はそれまでの上昇から横ばいへと変化した。以上の結果、第1次石油危機直後、ROAは急低下した。

第2次石油危機直後でも、内需成長率寄与度は低下したが、その度合いは第1次石油危機直後に比べるとかなり緩かった。また、為替レートが横ばいであったため、主に輸出市場進出という形での新市場への進出は第1次石油危機直後と同程度の大きさでおこった。ゆえに、需要成長率の低下はかなり緩められた。

その需要成長率の低下に対し、日本企業は再びヒトの量と賃金成長率を維持したが、それまでの減量経営により内需成長率寄与度が低下する以前の水準が低くなってしまったために、人件費成長率は低く抑えられていた。

一方、資金的余裕があったため、資本の方の成長率は高い水準で維持され、資源投入量成長率にかなりのプラスの貢献をした。また、需要成長率の低下もそれほど大きくなかったために、企業の付加価値額成長率の低下は抑えられ、結果、労働分配率は上昇しなかった。

また、需要成長率の低下がそれほど大きくなかったために、資本の量の成長率の高い水準での維持は、それほど過剰投資へはつながらず、また、それにそもそも低水準だということがさらに加わるヒトの量の成長率の維持は競争の激化へとつながらなかった。そして、省ムダ活動も活発に行なわれ、それは石油コスト上昇の影響も打ち消していた。ゆえに、総資本付加価値率の方も低下しなかった。以上の結果、第2次石油危機直後では、ROAは維持された。

80年代始め以降、地価の高騰と経営の難化、経営のゆるみが徐々に進行し、少なくともバブル崩壊直後までは、総資本付加価値率にマイナスの影響を与え続けていた。しかし、プラザ合意直後、内需成長率の一時的上昇と石油輸入価格の急落が起きたため、また、急激な円高の危機感から省ムダ活動も一時的に活発化したため、それら3つの要因のROA低下への影響は覆い隠され、ROAは維持された。

バブル崩壊直後、再び、内需成長率寄与度は急低下した。その低下の度合いは第2次石油危機直後とそれほど変わりなかった。しかし、この時期急激な円高が起きたため、輸出市場における新市場進出活動は起きず、むしろ、輸出成長率寄与度は低下し、需要成長率の低下をよりひどくさせた。

そのような需要成長率低下に対して、日本企業は再び賃金とヒトの量の成長率を維持し、人件費成長率は維持された。そして、資金的余裕があったために、資本の量の成長率も高い水準で維持された。ただ、維持の原因は人本主義の堅守だけでなく、経営のゆるみにもあった。

人件費成長率の水準は第2次石油危機直後と変わらなかった。しかし、需要成長率の低下が激しく、また、80年代以降の投資効率(総資本付加価値率)低下の累積により、資本投入量の高い水準での維持のプラスの影響の度合いも弱まり、付加価値額成長率は大幅に低下した。その結果、労働分配率は急上昇した。

また、需要成長率の低下の激しさは、ヒトの量の成長率を競争の激化へとつなげ、資本の量の高水準の維持を過剰投資へとつなげた。さらに、地価の高騰、経営の難化、経営のゆるみはこの時期も継続しており、省ムダ活動もそれほど起きなかった。ゆえに、総資本付加価値率は大幅に低下した。以上の結果、バブル崩壊直後、ROA水準は再び低下した。

## 5. 研究課題

本研究に残されている大きな課題は以下の3点である。

まず、企業システムの進化(退化)という視点を明示的に組み込む、という課題である。本来、企業システムの編成原理と制度である企業システムは異なるものである。制度である企業システムは編成の原理が変わらなければ、当然、環境に対応して変化するものである。

ところが、本論文では編成の原理と制度を明確に分類せず、その結果、暗黙的に企業システムを不変であるものと捉えて、様々な分析を行なってしまっている。その仮定によって失った視点の中で最も大きいのが、歴史による蓄積の存在という視点であると思われる。

二つ目の研究課題は、3つのマクロ環境要因と企業行動の間をつなぐ要因に関するより詳細な分析、にある。しかし、本論文ではマクロ環境要因の急変動とマクロレベルの企業行動の関係については分析を行なったが、その間をつなぐ細かいステップについては詳細な分析を行っていない。

3つ目の研究課題は、既存研究の収集と連結である。本論文の既存研究のレビューは大きく不足しており、それが本論文の既存研究の中での位置づけを曖昧にしている。また、既存研究の収集だけでなく、本論文の分析を既存研究の蓄積と連結する作業もかなり不十分である。本論文で提示した日本企業のROA長期的低下の論理全体像が3つのマクロ環境要因にやや偏ったものとなっている理由の一つはこの点にある。

## 6. インプリケーション

最後に、利益率が何によって決まるのかという大きな問題意識に対して今後研究を進めていく上での示唆をいくつか述べる。本論文から得られる示唆は4つある。一つは、企業の利益率を分析するには、マクロ環境にもその分析視野を広げる必要がある、という示唆である。

2つ目は、そのマクロ環境要因の利益率への影響を分析する時には、利益率への影響が大きと思われる複数のマクロ環境要因を同時に考慮する必要がある、という示唆である。これは単に各マクロ環境要因の影響の大きさを比較するためではない。利益率への影響を説明するロジックは、特に利益率の変化が大きい時期においては幹となるロジックでも複数のマクロ環境要因で形成されている場合が多いと思われるからである。

3つ目は、マクロ環境要因の数値の大きさだけでなく、変動の激しさにも着目する必要がある、という示唆で

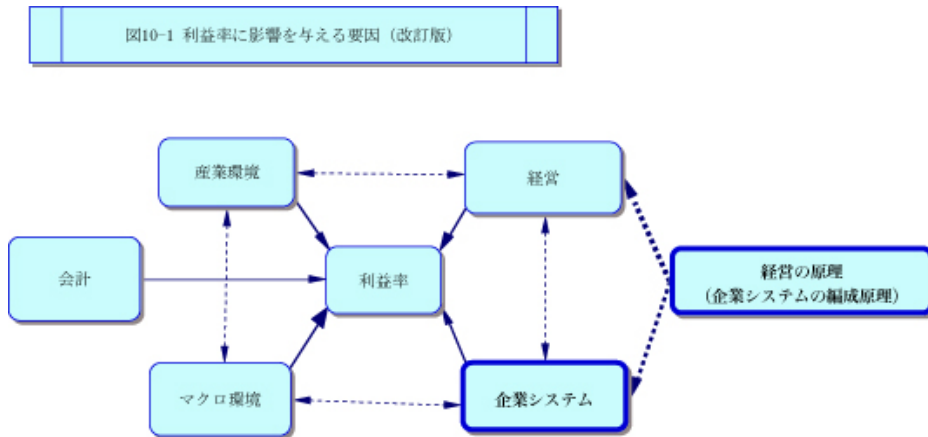
ある。同じ大きさの推移でも、その推移が長期的に緩やかに起きるか、短期的に急変動するかで、企業の側の反応パターンが大きく異なることが多いからである。

4つ目は、利益率分析の際、企業システム・経営の原理という視点を組み込む必要がある、という示唆である。

## 7. 概念的枠組みの提示

最後に、以上の研究課題やインプリケーションでの考察もすべて含めて、本論で行なってきた考察から、理論的貢献という目的で、利益率決定のコンセプトフレームワーク(図10-1)を提示したので、そのフレームワークについての説明を行なう。

企業の利益率に影響を与える要因は、会計、産業環境、経営、マクロ環境、企業システムの五つに分かれる。会計は企業の活動成果から利益率を計算するプロセスで影響を与える。それ以外の4つの要因は、利益率を計算するための企業の活動成果自体に影響を与える。



まず、直接的に影響を与えるルートが存在する。経営が一産業の一企業の経済活動を有機的につなぐためのシステムであるのに対応し、企業システムは一国の企業の経済活動を有機的につなぐためのシステムである。経営が経営(システム)効率という形で一企業の利益率に影響を与えるのと同様に、企業システムも企業システム効率という形で一国の利益率水準に影響を与える。そして、どの企業も必ずどこかの企業システムに属しているから、企業レベルの利益率決定においても企業システムは影響を与える。環境の違いも企業の利益率に直接的に影響を与え、そして、一企業は必ず一つ以上の産業や国に所属しているから、一企業の利益率は産業環境要因にもマクロ環境要因にも影響を受ける。

そのルートは直接的なものだけでなく、他の4つの要因の影響を通じたルートも存在する。(なお、対角線のボックス同士が点線の矢印でつながっていないのは、図が見にくくなるのを避けるためであり、実際には影響を与えるルートは存在する。)それは、企業システムも他の3つの要因と同様であろう。一国の企業システムがそれに属する一企業の経営の大まかな方向性を決める。そして、各企業の経営の集積が企業システムの形を変えていく。マクロ環境の変化が企業システムに変化を与え、企業システムの変化がマクロ環境を変えていく。様々な産業環境の変化の集積が企業システムの変化に影響を与え、企業システムが個別の産業環境の状態に影響を与えている。4つの要因の中で様々な相互作用が絶えず起こっている。

そして、一企業の経営と一国の経営システムは環境にだけでなく、経営(企業システム)の原理から大きく影響を受けている。だから、経営の原理の違いは企業の利益率の水準やその変化に大きな影響を与えている。

このフレームワークを用いて本論文で取り扱ってきた様々な現象を再び見直していくと、理解はより深まると思われる。