

わが国主要企業の財務構成

－企業の成長要因－

澁澤 洋（立教大学大学院）

I. はじめに

経済が成長するには企業の成長が欠かせない。したがって企業の成長要因を分析することには意義がある。企業成長には、経営者のコントロールが不可能な外部環境要因とコントロール可能な内部環境要因など多種多様な成長要因が存在する。本論の目的は、長期間にわたり成長を続けてきた企業の財務構成から、負債を積極的に活用しながら、また利益を配当に回さず内部資金として活用し、無配割合を高めるといった安定性のある程度犠牲にしながら成長してきたのか、それとも負債の活用を抑制し、安定利益を確保し、継続配当が可能なよう安定性を確保しながら成長してきたのかについて、その成長要因の検証を行うものである。

検証方法としては、1970年以降連続して採取可能な長期財務データ(1,005社、単独決算)を用いて、主要な成長性指標(売上高成長率、総資産成長率、純資産成長率)と財務構成の基礎となる安定性指標(負債比率、無配割合)との関係の検証を行った。

検証の結果、売上高成長率や総資産成長率の高い企業では、負債比率や無配割合を低めるなど、安定性を確保しながら成長してきたものの、純資産成長率の高い企業では、むしろ負債比率や無配割合を高めるなど安定性を欠きながら成長していることが観察された。したがって結論と

して、純資産成長率の高い企業では、負債や内部資金を積極的に活用するという財務政策が、企業の成長要因であることが確認された。そして特にその傾向は、バブル期以降で顕著になっていることが観察された。

本論では、まずIIにおいて成長性と安定性に関する理論や先行研究について概観し、IIIにおいて、企業の成長性指標と安定性指標との関係を検証する。そしてIVにおいてまとめを行う。

II. 成長性と安定性に関する先行研究

1. 成長性指標と安定性指標

成長性指標と安定性指標の相違点を明確にするため、図表1を示した。成長性を重視するのは、ハイリスク・ハイリターンを期待する株主である。株主は債権者より配当等の請求が劣後するため、たとえリスクが高くとも、より大きなキャピタルゲイン配当を期待する。一方安定性を重視するのは、元利金の償還を確実にしたい債権者である。債権者は債権者自身の元利金償還が確実になされることが重要であり、必要以上に企業が収益を上げても自らそれを得ることはできない。企業が過大なリスクを取って倒産し、債権が回収不可能になることを嫌う。このように、本来成長性と安定性の間には両立しにくい要因が内在しているものと考えられる。以上を前提として成長性指標とその成長要因としての安定性指標に関する先行

研究をみてゆく。

図表 1 成長性と安定性の相違点

	成長性	安定性
重視するもの	株 主	債 権 者
請 求 権	劣 後	優 先
経 営 志 向	有利子負債を増やしても収益をあげる(Upside志向)	有利子負債を余り増やさず、倒産リスクを抑える(安定志向)
特 徴	売上高成長率が高い 総資本成長率が高い 純資産成長率が高い ビジネスリスクの小さい会社 ⇒負債を増やしても良い	配当実施割合が高い 負債比率が低い ビジネスリスクの大きい会社 ⇒負債を増やせない

出典：松田千恵子(2007)p147 他

成長性指標として、花枝[2005]は、売上高、総資産、利益の伸びなどが一般的であるとしている¹。また、木下[2007.3]がまとめた先行研究で用いられている成長性指標は図表2のとおりであり、売上高、総資産、株主資本、従業員などがあげられている。一方、Penman[2001]は、

売上高成長率、税引後営業利益(NOPAT)成長率、営業資産成長率、自己資本成長率の4つの年度間成長率(前年度比)が企業評価を行う上で重要な成長性指標であり²、過去の成長性だけが将来の成長性の指標であるとしている³。

図表 2 成長指標に関する先行研究

先行研究	成長指標
Greiner[1978]	従業員数、売上高
Penrose[1980]	生産のため使用される全資源の原価
清水[1983]	総資産、総資本、売上高、従業員などの伸び率、利益率、総資産利益率、売上高利益率、自己資本比率、負債比率、流動比率、当座比率、粗付加価値生産性、労働分配率、従業員モラル、柔軟性、社会的責任などの総合指標
Storey[1994]	従業員数
金原[1996]	売上高
Bamey[2002]	財務資本、物的資本、人的資本、組織資本
中小企業白書[2003]	従業員、売上高
ものづくり白書[2005]	売上高
日経[2008]優良企業ランキング	従業員、総資産、株主資本

出典：木下[2007.3].p.4.

以上から、1)売上高成長率、2)総資産成長率、3)純資産成長率、4)税引後営業利益成長率、5)営業資産成長率⁴、6)従業員成長率の6つの成長指標に関し、1960年度から2009年度までの間、全産業・全規模(あるいは資本金10億円以上)の企業1社当たりの年成長率について、財

務省「法人企業統計」を用い、その記述統計を観察した(図表3)。その結果、4)税引後営業利益成長率は標準偏差が大きく、また一時的要因と長期的要因の区別が難しい。そして6)の従業員数の成長率は、全期間を通じてマイナスとなっており、今日までの日本経済の成長実績を勘案する

と、本論での成長性の分析を行う趣旨と内容を異にする。更に、5) 営業資産成長率は、総資産成長率の値に比較的近似している。以上から4)から6)は成長性指標として重複している、あるいは適当でない指標と判断し、本論では、代表的成長性指標として1) 売上高成長率、2) 総資本

成長率、3) 純資産成長率を取り上げることとした。また、成長要因としての安定性指標としては、負債の活用のウェイトを示し、安定性をみるうえで主要な指標である負債比率、および安定した利益を計上し配当をおこなったどうかをみる上での無配割合、の2つを検証の対象指標とした。

図表3 成長指標の記述統計 (1960-2009年度間の1社当たり年成長率)

1. 全規模・全産業(2009年度社数:2,771,912社)

	売上高成長率	総資産成長率	純資産成長率	税引後営業利益成長率	営業資産成長率	従業員成長率
平均	3.79%	4.91%	5.99%	2.86%	4.49%	-1.25%
標準偏差	0.0799	0.0787	0.0766	0.1969	0.0798	0.0407
最小	-9.2%	-7.2%	-9.21%	-49.2%	-7.7%	-10.7%
最大	27.4%	39.0%	37.62%	46.7%	38.4%	12.3%

2. 資本金10億円以上・全産業(2009年度:5,456社)

	売上高成長率	総資産成長率	純資産成長率	税引後営業利益成長率	営業資産成長率	従業員成長率
平均	2.70%	3.23%	4.15%	1.51%	2.56%	-2.68%
標準偏差	0.0816	0.0507	0.0413	0.1702	0.0543	0.0300
最小	-12.38%	-5.83%	-3.16%	-50.27%	-6.56%	-8.33%
最大	26.46%	18.21%	11.90%	42.26%	19.14%	6.41%

出典:財務省「法人企業統計」

*標本数はいずれも49個

なお、日米の主要な格付機関が重視する財務指標(格付けと相関関係の高い財務指標上位5位まで)を示せば図表4の通りである。国内外の主要格付機関が最も重視している指標は資本合計額であり、本論で検証しようとしている純資産

成長率の基礎データである。すなわち純資産成長率の基礎となる純資産額が最も格付に影響力のある財務指標であることから、純資産成長率を観察していく意義があるものと考えられる。

図表4 格付に影響力の大きい財務指標

RANK	R&I		JCR		Moody's		S&P	
	財務指標	相関係数	財務指標	相関係数	財務指標	相関係数	財務指標	相関係数
1	資本合計	0.693	資本合計	0.740	資本合計	0.672	資本合計	0.540
2	時価総額	0.678	時価総額	0.707	時価総額	0.637	対TOPIXベータ値	-0.533
3	償却前経常利益	0.572	固定資産	0.605	対TOPIXベータ値	-0.548	時価総額	0.474
4	償却前営業利益	0.566	総資産	0.600	付加価値	0.527	売上債権自己資本比率	-0.425
5	EBITDA	0.565	付加価値	0.587	償却前経常利益	0.468	自己資本比率	0.409

出典:野村証券金融経済研究所[2006]pp.99-102

注 EBITDA:営業利益+受取利息配当金+減価償却費

付加価値:経常利益+販売管理費+支払利息割引料+減価償却費

売上債権自己資本比率:(売上債権+棚卸資産)÷資本合計

また、石崎 [1999] は、成長要因を短期・中期・長期と分類しつつ、成長の維持要因と成長の原動力となる要因に分けてみている。成長の原動力となるのは、中・長期的成長要因である経営者および製品の革新性、製品のライフサイクルであり、本論で取り上げる安定性指標などの財務的

成長要因は、短期的成長要因で、成長の維持要因であるとしている(図表5)。企業は、このように様々な成長要因とも密接に関係しながら成長しているが、本論ではこれらの要因のうち財務的要因である負債の活用および内部資金の活用(無配割合)の分析を行っていく。

図表5 成長要因の種類



出典: 石崎[1999], p.88.

2. 成長性指標と負債比率

成長性指標と負債比率に関する先行研究は以下の通り。

① 非中立的な税制である法人税を考慮した場合のMM命題 (Modigliani-Miller [1963])のうち、第一命題では、負債に法人税率を乗じた分(節税効果分)だけ企業価値は高まるが、第一命題は依然有効である。税負担のある民間企業においては、負債を利用するほうが有利となる。第二命題では、負債比率が大きくなると期待収益率が高くなる点も変わらないが、傾きは緩やかになる。第三命題では、負債の節税効果分だけ負債のコストのほうが低くなる。すなわち、負債の節税効果から負債利用の方が資本コストは低いので、負債比率を高めた方が良いということになる。こうして負債を活用し、収益・企業価値を高め、結果として高い成長を遂げることが可能となる。この命題によれば、高い成長性が期待できる企業

は、倒産リスクを意識しながらも負債比率を高めつつ、収益や企業価値の向上を通じて、成長を遂げているものと考えられる。

② 若杉 [1986.10] は、「わが国の経済は第二次世界大戦後、世界にもまれな高度経済成長を遂げてきた。この成長経済を支えてきた金融システムは銀行貸出を中心とした間接金融体制である。このことは企業が高度のレバレッジに依存して成長を遂げたことを意味する」と述べている。そして、若杉 [1987.1] は、「企業間のレバレッジを比較すると、成長率が高い企業ほどレバレッジは大きい」という仮説を立て、826社について実証研究を行なっている。その結果、総資産成長率と自己資本比率の関係をみると、マクロ3産業では、製造業で、業種別には化学、電気機械で正の相関が得られたという。すなわち、成長率が高い企業は、自己資本比率が高い(負債比率が低い=レバレッジが効いていない)という結果となった。

分析結果から、法人税を考慮したMM命題のように、負債比率を高めながら成長はしていない結果となっている。

- ③辻[2000]も売上高成長率と負債比率の関係を調べ、1966～1995年度間を5期間に分け相関関係を観察したところ、期間[2](1974～1980年度)と期間[3](1981～1985年度)で負の相関が得られたとしている。これも売上高成長率が向上すれば、負債比率が低下(＝レバレッジが効いていない)という結果となり、②の若杉[1986.10]と同様、法人税を考慮したMM命題のように、負債比率を高めながら成長はしていない結果となっている⁵。
- ④小山[2005]は、エージェンシーコストのアプローチとして、説明変数を総資本成長率、非説明変数を自己資本比率として、一般に成長企業ほど成長のための資本を自己資本に比べ、資金の調達容易性の高い負債に頼る程度が強く、負債比率は高くなる(自己資本比率は低くなる)と考えられてきたとしている。これについて高度経済成長期は当てはまらなかったかもしれないが、オイルショック以降は当てはまらず、むしろ成長企業ほど自己資本比率が高く(したがって負債比率は低く)なり、これは成長企業ではエージェンシーコストが、内部資金に比して外部資金の方が高いためであるとしている。

そして、上場企業のうち製造業32社と精密機械業28社を選んで相関をみた結果、符合はプラスであり、成長性の高い企業は、収益性が高い反面ビジネスリスクも大きいので、ファイナンスリスクを回避するためにレバレッジの利用を高めることができなかった、と分析している。他方で高い自己資本でありつつ、収益性を確保できたので、その必要もなかつ

たとしている⁶。このケースも法人税を考慮したMM命題とは異なり、負債比率を高めながら成長はしていない結果となっている。

3. 成長性指標と無配割合

成長性指標と無配割合に関する先行研究は以下の通り。

- ①MM命題(Miller-Modigliani [1961])では、配当政策は、企業価値や株価に無関係であるとしている。このMM命題によれば、配当の有無は、企業価値を通じて行われる企業の成長に無関係であるということになる。
- ②Jurio and Ikenberry [2004]は、起業して間もない企業(成長段階にある企業)は、市場シェアの向上や売上の伸長を目指して更なる成長を図ろうとするため、投資家への配当には消極的で、配当原資を有益な投資機会に投下するという。一方、成熟企業の過剰な内部留保は、投資家の懸念材料であり、成熟企業の多くは、資本市場にもアクセスが容易なため、エージェンシー問題を回避し、投資家との良好な関係を維持しようとして、フリー・キャッシュ・フローを配当として投資家に還元する、という成熟性(ライフサイクル)仮説をたてている。この説によれば成長段階にある企業は、内部資金を投資に回すため、無配割合が多くなるものと思われる。
- ③黒沢・若杉[1982]は、新たなリスクの観点からみた資本構成の問題と債券格付の見地から自己資本比率の検討を行った結果、「企業経営者が同業他社並みの配当を安定的に継続することを重要な経営目標の一つとして据えるとき(安定配当維持仮説)、資本構成はこの配当政策と企業を取り巻くリスクの関係において決まる」としている。この説によれば、内部資金

を活用するよりは、配当の実施を維持すること自体が重要な経営目標であることから、企業は積極的に安定配当を実施することとなる。

④小山[2005]は、同業他社、とりわけ当該業界リーダーとの横並び現象をみて、「わが国の企業の配当政策は、安定配当率政策をほぼすべての企業が採用し、しかもその際に他社追従型配当政策をとる結果、『配当率の産業内横並び現象が起きている』と結論できる」としている。これも③と同様に安定配当を行うことが重要な経営目標であるということになり、内部資金の活用よりは、配当を実施することを重視することになる。

ただ、若杉[2004]は、安定配当政策に関して、配当政策を変更しないというシグナリング効果があるが、これは企業のディスクロージャーが十分でなくかつ情報化が現在のように進んでいない過去の遺物になっているともいっている。安定配当政策は、シグナリング機能としては時代に合わなくなってきたという趣旨であろう。

4. ペッキングオーダー仮説

2. でのべたMM命題とこれを修正した最適資本構成の理論では、現実の企業の資本構成を十分に説明しきれないため、情報の経済学から提供される新たな不完全性に関する理論が出てきた。その一つがペッキングオーダー仮説である。

Myers[1984]によれば、企業の資金調達には外部資金(増資、社債発行)と内部資金(内部留保)があるが、これらの調達手段のうち、まず内部資金で調達し、外部資金では、社債の方が優先され、最後に株式で調達されるというのがペッキングオーダー仮説である。

優先度をつける理由として、①内部留保は経営者が最も自由に利用できるという点でエージェ

ンシーコストが最も低い。②株式や社債を購入する投資家よりも貸出も行う銀行の方が、企業に関する情報に精通しているため、情報の非対称性にかかるコストが低いとみられる。③新株発行や社債発行には、手数料等の直接的な発行費用が必要である、などがあげられている。

この仮説によれば、負債の利用のメリット(節税効果)とデメリット(倒産コスト)のバランスによって最適な負債の額が決まるとするトレードオフ理論(または倒産コストモデルともいう)と異なり、十分な内部蓄積が可能で、外部資金のなかの最も優先度の高い負債に依存せず、低い負債比率であることが説明可能となる。したがって2.の先行研究の実証分析について、MM命題とは異なる分析結果を説明することができる。すなわち、この仮説に従えば、企業が負債比率を高めることなく成長する実態を説明することが可能となる。

III. 成長要因としての安定性指標(負債比率、無配割合)についての検証

1. 概要

ここでは成長要因としての財務政策について実証分析を行ってゆく。成長性指標としては、前述の通り、売上高成長率、総資産成長率、純資産成長率の3指標を取り上げた。一方、成長要因としての安定性指標としては、負債の活用が最も判定しやすく、かつ安定性の指標でもある負債比率を対象とした。また純利益を計上し、内部留保および配当原資を確保しながら、安定的に配当を実現しているかが重要であると考え、もう一つの安定性指標として無配割合を取り上げ、分析することとした。

2. 成長性と安定性に関する仮説

これまでの成長性指標と安定性指標に関する先行研究を踏まえて以下のような仮説を考えた。

仮説1：成長性の高い企業は、内部資金のみならず負債を積極的に活用し、負債比率を高めながら成長している。

Ⅱの先行研究でみたMM命題によれば、成長性の高い企業は、負債比率を高めながら、成長を遂げていると考えられる。かつての日本の企業は、長い間低い自己資本比率や銀行からのオーバーローンに悩まされてきた。このため内部留保を確保し、借金を減らすことが、当該企業の最重要課題であるとする企業も依然多いと考えられる⁷。一方、負債を活用することによって、企業価値がより高まると考える企業も増えてきている⁸。そして、特に成長段階にある企業では、積極的に負債の活用を図っていると考えられる。ただし、先行研究では、自己資本比率を高めながら成長しているとする研究も多くみられたので、本仮説が支持されない可能性も考えられる。

仮説2：成長性の高い企業は、利益などの内部留保を再投資に回し、安定配当をある程度放棄しながら成長している（無配割合が増加している）。

成長性の高い企業は、利益などの内部留保を安定配当として社外支出するより、内部資金の活用にあらずである。Ⅱの先行研究の3②成熟性(ライフサイクル)仮説でみたとおり、成長期にある企業は投資家への配当に消極的になる。またⅡの先行研究の4.パッキングオーダー仮説に従えば、資金調達手段としてまず内部資金を指向するはずである。また、アメリカの上場企業のように安定配当政策が希薄化しているとすれば、むしろ再投資に向けて内部資金の利用を行なうこととなる⁹。まして、上場企業においてはディ

スクロージャーが十分に向上している中、投資家と経営者間の情報の非対称性が以前より希薄になっていると考えられており、株主も、手の中の鳥という安定配当より、キャピタルゲインの大きな再投資を期待しているものと考えられる。

3. 仮説の検証方法

(1) 使用分析データと分析方法

第一次オイルショック時(1973年度)から直近期(2006年度)までの34期間にわたる長期トレンドで、わが国企業の成長要因を財務指標から探ってみる。利用したデータは、(株)日本政策投資銀行の財務データベースである。同財務データは、東京証券取引所第一部・第二部上場企業の財務データである。1973年から2006年度まで連続して財務データが存在している企業1,005社(製造業725社、非製造業280社；個別決算ベース)を分析の対象企業とした。

業種分類は、(株)日本政策投資銀行財務データベースの業種分類¹⁰に従った。さらに、期間別に分解して実証分析を試みた。期間については、全対象期間(1973～2006年度)を2分割し、第一次オイルショック(1973年10月)からバブル崩壊(1989年12月末)までの期間を第Ⅰ期(1973～1989年度迄の17年間)、それ以降現在までを第Ⅱ期(1990～2006年度迄の17年間)として分割し、単回帰分析を行った。なお、成長性の要因分析であることから、全期間の平均がマイナスの企業財務データは、本論でいう成長性の概念から逸脱していると考えて分析対象から外すこととした。この他、異常な数値¹¹も対象外とした。

なお、MM命題を援用するに際して、同命題は時価を基準とする市場理論であるが、本論ではデータ加工の容易性、実務的評価基準、さら

に辻 [2000] も述べているとおり、時価はそれ自体が成長率の代理変数とも考えられることから簿価を使用している。

以下のような単回帰式に基づき、売上高成長率、総資産成長率、純資産成長率¹²と、負債活用および財務構成のバランスをみる代表指標である負債比率、安定性の指標である無配割合との単回帰分析から、仮説1および仮説2が成立しているかについて検証を試みた。

売上高成長率については以下の2式とした。

$$y_1 = a_1 + x_1$$

$$y_1 = b_1 + x_2$$

総資産成長率については以下の2式とした。

$$y_2 = a_2 + x_1$$

$$y_2 = b_2 + x_2$$

純資産成長率については以下の2式とした。

$$y_3 = a_3 + x_1$$

$$y_3 = b_3 + x_2$$

y_1 (被説明変数): 対象期間の年平均売上高成長率

y_2 (被説明変数): 対象期間の年平均総資産成長率

y_3 (被説明変数): 対象期間の年平均純資産成長率

x_1 (説明変数): 対象期間の年平均負債比率

x_2 (説明変数): 対象期間の年平均無配割合

4. 検証結果

(1) 売上高成長率・総資産成長率と負債比率・無配割合 (仮説1・2の検証)

売上高成長率・総資産成長率それぞれと負債比率・無配割合それぞれについて、単回帰分析を行った。その結果は図表6のとおりとなり、売上成長率、総資産成長率と負債比率については、統計上有意ではないものの負の関係となり、仮説が支持されなかった。また売上成長率と無配割合についても統計上有意ではないものの、負の関係となった。さらに、総資産成長率と無配割合については統計上有意な負の関係となった。これらの結果は、多くの先行研究での検証結果と同様、負債比率を低めつつ、あるいは、安定配当を行いながら成長しているという結果であり、仮説1および仮説2は支持されなかった。

(2) 純資産成長率と負債比率 (仮説1の検証)

純資産成長率と負債比率の関係を単回帰分析した。その結果は図表7のとおりであった。すなわち、全期間では、全産業、製造業、製造業のうちの基礎素材型¹³、加工組立型、化学、鉄鋼、一般機械、輸送用機械、非製造業、卸売業、サービス業など主要業種においてそれぞれ統計上有意な正の関係が認められた。

期間を分割してみると、第I期では、製造業、基礎素材型、加工組立型、化学、鉄鋼、非鉄金属、

図表6 売上高成長率・総資産成長率と負債比率・無配割合の単回帰分析結果

	観測数	負債比率	観測数	無配割合
売上高成長率 (t値)	995	$y_1 = 0.0510 - 0.0003 x_1$ (44.3538) (-2.1727)	995	$y_1 = 0.0541 - 0.0272 x_2$ (46.5601) (-6.6133)
$adj.R^2$		0.0036		0.0413
総資産成長率 (t値)	995	$y_2 = 0.0573 - 6.1734 x_1$ (0.0573) (-0.0008)	995	$y_2 = 0.0611 - 0.0441 x_2$ (59.9795) (-12.2227)
$adj.R^2$		0.0360		0.1299

注) 網掛けは、統計上有意な正の相関関係が認められなかったケース。

なお、総資産成長率と無配割合では、統計上有意な負の相関関係が認められた。

図表7 純資産成長率と負債比率の単回帰分析結果（クロスセクション・期間分割総括表）

	全期間(1973～2006年度)		第Ⅰ期(1973～1989年度)		第Ⅱ期(1990～2006年度)	
	観測数		観測数		観測数	
全産業 (t値)	944	$y_3 = 1.2621 + 25.2666x_1$ (6.2312) (14.2771)	971	$y_3 = 4.8144 + 2.3675x_1$ (13.9533) (3.1700)	870	$y_3 = 1.1803 + 33.2762x_1$ (2.0964) (14.6006)
adj. R ²		0.1775		0.0092		0.1962
製造業 (t値)	680	$y_3 = 0.7214 + 24.8900x_1$ (3.8367) (15.8182)	700	$y_3 = 2.4472 + 14.0572x_1$ (6.0080) (12.0649)	626	$y_3 = 0.7385 + 25.1673x_1$ (5.1622) (23.9480)
adj. R ²		0.2665		0.1714		0.4781
基礎素材型 (t値)	283	$y_3 = -2.6920 + 68.6435x_1$ (-4.5272) (14.9276)	282	$y_3 = 2.9805 + 15.6136x_1$ (6.4001) (9.5800)	258	$y_3 = 0.7234 + 24.5288x_1$ (3.7219) (12.1340)
adj. R ²		0.4403		0.2442		0.3627
加工組立型 (t値)	284	$y_3 = 1.2071 + 15.9383x_1$ (5.3459) (8.7568)	291	$y_3 = 2.0319 + 8.8664x_1$ (7.6511) (14.7228)	263	$y_3 = 0.7025 + 25.7792x_1$ (2.5452) (16.5721)
adj. R ²		0.211		0.4266		0.5109
生活関連型 (t値)	122	$y_3 = 18793 + 9.1288x_1$ (5.4822) (2.7802)	125	有意ではないが傾きはマイナス	105	$y_3 = 1.1086 + 20.1980x_1$ (5.1243) (8.8060)
adj. R ²		0.0527				0.4240
食品 (t値)	66	有意ではないが傾きはマイナス	66	有意ではないが傾きはマイナス	57	$y_3 = 0.9498 + 20.5763x_1$ (3.4218) (4.0799)
adj. R ²						0.2184
繊維 (t値)	43	$y_3 = 2.1436 + 14.5042x_1$ (3.4289) (2.8141)	46	$y_3 = 4.0532 + 2.2593x_1$ (6.6186) (0.6506)	38	$y_3 = 1.5526 + 19.6225x_1$ (3.2300) (5.8035)
adj. R ²		0.1414		0.0130		0.4690
化学 (t値)	115	$y_3 = -5.1566 + 87.7014x_1$ (-8.1383) (17.7485)	115	$y_3 = -8.6072 + 96.4273x_1$ (-9.90923) (22.8389)	105	$y_3 = 0.8192 + 17.6896x_1$ (3.2119) (6.0825)
adj. R ²		0.7337		0.8204		0.25713
窯業土石 (t値)	48	$y_3 = -6.0507 + 119.6213x_1$ (-2.2639) (5.1063)	43	有意ではないが傾きはマイナス	39	$y_3 = 1.4153 + 7.8497x_1$ (5.2051) (2.7470)
adj. R ²		0.3479				0.1469
鉄鋼 (t値)	37	$y_3 = 1.5663 + 22.6914x_1$ (2.3814) (3.7230)	37	$y_3 = 2.8190 + 20.0126x_1$ (2.8513) (3.3353)	41	$y_3 = 1.5004 + 8.61959x_1$ (4.8127) (2.1533)
adj. R ²		0.2632		0.2195		0.0833
非鉄金属 (t値)	28	$y_3 = 3.8087 + 11.1646x_1$ (3.4944) (3.9730)	28	$y_3 = 5.4658 + 11.8221x_1$ (3.2878) (5.1418)	22	$y_3 = 1.6683 + 5.8149x_1$ (4.6740) (1.2730)
adj. R ²		0.3538		0.4851		0.0287
金属製品 (t値)	21	$y_3 = -0.3645 + 48.5886x_1$ (-0.1871) (4.7940)	30	$y_3 = 2.7767 + 27.1976x_1$ (0.8943) (2.8310)	24	$y_3 = 1.1634 + 20.0691x_1$ (2.3927) (2.7610)
adj. R ²		0.4376		0.1948		0.2236
一般機械 (t値)	104	$y_3 = 1.0427 + 19.8052x_1$ (3.2143) (8.7402)	107	$y_3 = 2.2880 + 5.9454x_1$ (6.5837) (10.6384)	113	$y_3 = 1.5919 + 14.5439x_1$ (5.7887) (11.3557)
adj. R ²		0.4226		0.5142		0.5332
電気機械 (t値)	92	$y_3 = -1.9145 + 50.8413x_1$ (-2.5382) (8.1966)	92	有意ではないが傾きはマイナス	73	$y_3 = 1.0699 + 19.6420x_1$ (2.9201) (4.7663)
adj. R ²		0.4211				0.2317
輸送用機械 (t値)	73	$y_3 = 0.7461 + 20.9137x_1$ (2.7610)(17.4415)	72	$y_3 = 0.9905 + 18.2819x_1$ (2.5914) (13.3784)	71	$y_3 = 0.8128 + 21.0676x_1$ (2.6508) (5.5293)
adj. R ²		0.8081		0.71484		0.2970
精密機械 (t値)	18	$y_3 = 0.7194 + 12.3539x_1$ (1.5206) (3.4919)	19	$y_3 = 1.9819 + 3.5236x_1$ (2.9873) (0.9411)	16	$y_3 = 0.9721 + 10.5581x_1$ (4.3423) (7.8054)
adj. R ²		0.3970		0.0064		0.7998
非製造業 (t値)	254	$y_3 = 2.0749 + 34.0654x_1$ (3.7268) (6.0894)	270	$y_3 = 4.4546 + 17.5315x_1$ (3.8774) (2.0061)	243	$y_3 = 2.6968 + 26.9897x_1$ (3.4579) (14.1906)
adj. R ²		0.1248		0.0111		0.4529
建設 (t値)	60	$y_3 = 4.4929 + 7.8097x_1$ (3.9377) (0.5506)	61	有意ではないが傾きはマイナス	55	$y_3 = 1.7167 + 55.2428x_1$ (1.8661) (3.3016)
adj. R ²		0.0120				0.1549
卸売 (t値)	51	$y_3 = 5.1457 + 42.3034x_1$ (3.1319) (8.7806)	53	$y_3 = 8.0809 + 37.5709x_1$ (1.6191) (1.0888)	47	$y_3 = 5.6389 + 20.9194x_1$ (2.3346) (5.7806)
adj. R ²		0.60349		0.0036		0.4134
運輸通信 (t値)	67	$y_3 = -0.5285 + 60.7911x_1$ (-0.6614) (8.61127)	68	$y_3 = 5.0898 + 4.9451x_1$ (5.0391) (0.6279)	67	$y_3 = 0.05364 + 54.9380x_1$ (0.0797) (12.9722)
adj. R ²		0.5257		0.0091		0.7171
サービス (t値)	34	$y_3 = 1.0839 + 14.4362x_1$ (2.0551) (2.7752)	34	$y_3 = 0.7328 + 17.2842x_1$ (0.7355) (2.2481)	30	$y_3 = 0.9231 + 13.1218x_1$ (2.3420) (3.8709)
adj. R ²		0.1688		0.1094		0.3253

注) 網掛けは、統計上有意な正の相関関係が認められなかったケース。

一般機械、輸送用機械で、第Ⅱ期では、鉄鋼など4業種を除く全ての業種で統計上有意な正の関係が認められた。

純資産成長率と負債比率全体としては、多くの業種で、第Ⅰ期より第Ⅱ期の相関関係が強く認められた。このため上記の業種および期間において仮説1のとおり、負債比率と純資産成長率に統計上有意な正の相関があることが確認できた。

すなわち、純資産成長率のみを見た場合、成長性の高い企業は、レバレッジを効かせて（負債を増加させて）成長している傾向にあることがわかった。負債を増加させることでファイナンシャルリスクが高まるものの、企業収益は利子額の税率相当分だけ収益力が高まる。この実証分析結果は仮説1を支持するものである。

(3) 純資産成長率と無配割合 (仮説2の検証)

純資産成長率と無配割合について単回帰分析を行った結果は、図表8のとおりである。全期間では、全産業、製造業、基礎素材型、加工組立型、非鉄金属、一般機械、卸売についてそれぞれ統計上有意な正の関係が認められた。

期間を分けてみると、第Ⅰ期では、非鉄金属、輸送用機械について、第Ⅱ期では、全産業、製造業、基礎素材型、加工組立型、生活関連型、繊維、鉄鋼、一般機械、電気機械、非製造業、運輸通信について、統計上有意な正の相関が認められた。

純資産成長率と無配割合との関係については、純資産成長率と負債比率との関係と同様、多くの業種について第Ⅰ期より第Ⅱ期の相関関係が強く認められ、上記の業種および期間において仮説2が支持されたといえる。

純資産成長率が高い企業は、利益を上げても配当に回すことなく無配当としている傾向がある

ことが分かった。すなわち、成熟性（ライフサイクル）仮説やペッキングオーダー仮説とも整合的であり、純資産成長率の高い企業は、安定した配当を維持するという安定性のある程度犠牲にしながら成長していることが実証された。この結果は仮説2を支持するものである。

以上からクロスセクションおよび期間を分析した結果についてまとめると、業種別では、主要な業種について純資産成長率＝負債比率、純資産成長率＝無配割合とも相関関係があるものといえ、また期間別では、バブル崩壊前の第Ⅰ期よりもバブル崩壊後現在までの第Ⅱ期において相関関係が強く認められ、仮説1、2がそれぞれ支持された。

IV. おわりに

成長性の高い企業の成長要因を長期の財務データから探りつつ、併せて成長性の高い企業は安定性を維持しながら成長しているのか、それとも安定性のある程度犠牲にしながら成長しているのかを検証してきた。

本実証研究により、わが国の主要な企業では、売上高成長率や総資本成長率でみると成長性と安定性を両立させているものの、純資産成長率の高い企業群においては、レバレッジを効かせつつ、また無配割合を増やすなど安定性を欠きながら成長を遂げている企業が多いことが検証できた。

なお、筆者の調べた限りにおいて本論と同様の純資産成長率と負債比率・無配割合に関する実証研究は見当たらなかったことから、近時においては本論が初めての研究であると考えている。

以上から、成長性を純資産成長率という視点で捉えれば、主要な日本企業の成長戦略は、無配割合を高めつつ、負債を積極的に活用するという安定性を犠牲にした戦略が図られて来たことが確

図表8 純資産成長率と無配割合の単回帰分析結果 (クロスセクション・期間分割総括表)

	観測数	全期間(1973~2006年度)	観測数	第I期(1973~1989年度)	観測数	第II期(1990~2006年度)
全産業 (t値)	944	$y_3 = 0.0482 + 1.0467x_2$ (4.3982) (11.4464)	970	$y_3 = 0.1096 + 0.1788x_2$ (12.5554) (6.2467)	870	$y_3 = 0.1265 + 0.3599x_2$ (14.6343) (10.2818)
adj. R ²		0.1212		0.0378		0.1075
製造業 (t値)	690	$y_3 = 0.06792 + 0.9937x_2$ (5.2315) (9.5461)	700	$y_3 = 0.1279 + 0.1764x_2$ (12.2860) (5.9219)	626	$y_3 = 0.0982 + 0.9767x_2$ (9.1286) (12.3652)
adj. R ²		0.1157		0.0465		0.1955
基礎素材型 (t値)	283	$y_3 = 0.0462 + 1.0702x_2$ (2.4543) (7.3439)	284	$y_3 = 0.1131 + 0.3141x_2$ (6.5778) (5.4909)	258	$y_3 = 0.0452 + 1.5397x_2$ (2.5732) (8.4258)
adj. R ²		0.1580		0.0934		0.2141
加工組立型 (t値)	284	$y_3 = 0.07836 + 0.9798x_2$ (3.8453) (6.0392)	291	$y_3 = 0.1226 + 0.1266x_2$ (8.4574) (3.8499)	263	$y_3 = 0.1280 + 0.7782x_2$ (7.7582) (8.3721)
adj. R ²		0.1114		0.0455		0.2087
生活関連型 (t値)	122	$y_3 = 0.0681 + 1.1591x_2$ (1.7714) (3.1512)	125	$y_3 = 0.1442 + 0.1695x_2$ (3.4224) (0.6533)	105	$y_3 = 0.0659 + 1.7414x_2$ (2.3209) (5.7871)
adj. R ²		0.0687		0.0046		0.2380
食品 (t値)	66	$y_3 = 0.1058 + 0.0850x_2$ (1.9735) (0.1448)	66	$y_3 = 0.1090 + 0.0251x_2$ (1.7294) (0.0581)	57	$y_3 = 0.0079 + 1.7217x_2$ (0.2604) (3.1266)
adj. R ²		0.0153		0.0156		0.1355
繊維 (t値)	43	$y_3 = 0.11691 + 1.5724x_2$ (1.8665) (3.0444)	46	$y_3 = 0.2351 + 0.3540x_2$ (3.4998) (0.9295)	38	$y_3 = 0.1636 + 1.6099x_2$ (2.7489) (3.7647)
adj. R ²		0.1645		0.0030		0.2625
化学 (t値)	115	$y_3 = 0.0021 + 1.3130x_2$ (0.0699) (5.5635)	115	$y_3 = 0.06835 + 0.5236x_2$ (2.105) (3.3170)	115	$y_3 = 0.0763 + 0.9006x_2$ (2.5283) (2.5062)
adj. R ²		0.2081		0.0807		0.0443
窯業土石 (t値)	48	$y_3 = 0.0991 + 0.6517x_2$ (1.9738) (1.4808)	43	$y_3 = 0.0390 + 1.6637x_2$ (1.1287) (4.5846)	39	$y_3 = 0.0390 + 1.6637x_2$ (1.1287) (4.5846)
adj. R ²		0.0248		0.3450		0.3450
鉄鋼 (t値)	37	$y_3 = -0.04832 + 2.4647x_2$ (-0.7718) (4.2480)	37	$y_3 = 0.0650 + 0.7785x_2$ (0.8189) (1.6149)	41	$y_3 = 0.1131 + 1.8270x_2$ (2.3292) (2.9293)
adj. R ²		0.3213		0.0428		0.1593
非鉄金属 (t値)	28	$y_3 = 0.2075 + 0.3189x_2$ (4.9098) (2.9265)	28	$y_3 = 0.2414 + 0.2407x_2$ (4.1033) (2.9589)	23	$y_3 = 0.1458 + 0.8888x_2$ (1.9962) (0.9548)
adj. R ²		0.21885		0.2231		0.0040
金属製品 (t値)	29	$y_3 = 0.0662 + 0.5990x_2$ (1.2544) (2.1717)	30	$y_3 = 0.1104 + 0.2256x_2$ (1.9250) (1.2714)	26	$y_3 = 0.0325 + 1.5450x_2$ (0.8072) (5.2809)
adj. R ²		0.1172		0.0208		0.5182
一般機械 (t値)	104	$y_3 = 0.1294 + 0.8344x_2$ (4.0158) (3.7072)	107	$y_3 = 0.1640 + 0.0978x_2$ (6.4223) (2.3823)	102	$y_3 = 0.1711 + 0.6556x_2$ (5.9011) (5.1030)
adj. R ²		0.1101		0.0422		0.1987
電気機械 (t値)	92	$y_3 = 0.0410 + 1.2976x_2$ (1.1243) (4.3317)	92	有意ではないが傾きはマイナス	74	$y_3 = 0.1213 + 0.8652x_2$ (3.8443) (4.7154)
adj. R ²		0.1633				0.2253
輸送用機械 (t値)	73	$y_3 = 0.0953 + 0.3104x_2$ (3.7191) (2.7306)	73	$y_3 = 0.07236 + 0.2563x_2$ (2.6605) (3.8198)	71	$y_3 = 0.0601 + 1.1030x_2$ (1.5325) (2.2652)
adj. R ²		0.0823		0.1588		0.0557
精密機械 (t値)	18	$y_3 = -0.0736 + 2.1794x_2$ (-0.8588) (3.4011)	19	有意ではないが傾きはマイナス	15	$y_3 = -0.0174 + 3.6175x_2$ (-0.1763) (1.8229)
adj. R ²		0.3833				0.1423
非製造業 (t値)	286	$y_3 = 0.0076 + 1.09680x_2$ (0.3691) (5.6156)	270	有意ではないが傾きはマイナス	244	$y_3 = 0.1070 + 0.2290x_2$ (7.1864) (6.3411)
adj. R ²		0.1069				0.1389
建設 (t値)	60	有意ではないが傾きはマイナス	68	有意ではないが傾きはマイナス	57	$y_3 = 0.0833 + 0.1396x_2$ (3.3180) (2.2091)
adj. R ²						0.0580
卸売 (t値)	52	$y_3 = 0.0905 + 0.3289x_2$ (3.3344) (4.1733)	53	有意ではないが傾きはマイナス	55	$y_3 = 0.0905 + 0.3289x_2$ (4.6147) (2.6325)
adj. R ²		0.2435				0.0990
運輸通信 (t値)	67	$y_3 = 0.06224 + 0.8436x_2$ (1.2529) (1.9221)	68	$y_3 = 0.2715 - 1.4366x_2$ (4.8874) (-3.316)	67	$y_3 = 0.0835 + 1.1241x_2$ (2.4024) (5.1412)
adj. R ²		0.0392		0.1298		0.2782
サービス (t値)	34	$y_3 = 0.0187 + 1.0589x_2$ (0.2743) (1.5788)	34	$y_3 = -0.0451 + 1.4374x_2$ (-0.4114) (1.7006)	31	有意ではないが傾きはマイナス
adj. R ²		0.0433		0.0542		

注) 網掛けは、統計上有意な正の相関関係が認められなかったケース。なお、運輸通信第I期では負の相関関係が認められた。

認められた。特に、今回の分析では、バブル期以降で顕著になっていることが観察されたが、この傾向が今後とも継続するか否か、日本企業以外に関しても実証されるのか、ということが課題となる。

(注)

- 1 同書 p.200.
- 2 Penman [2001] (杉本他訳 [2005] p.287) .
- 3 Penman [2001] (杉本他訳 [2005] p.383) .
- 4 総資産から固定資産のうちの「投資その他」を除いたもの。
- 5 対象企業は、東証一部上場企業であり、内部留保を多く持つなら、成長率と負債比率は負の相関関係が成立するが、将来の収益性や品質をもつなら正の相関関係を導くとしている。
- 6 pp.186-198. 対象期間・指標は 1976～1985 年までの 9 年間の総資産成長率と自己資本比率である。
- 7 例えば、砂川他 [2008], p.187. の伊勢丹経理部のコメント。
- 8 例えば、砂川他 [2008], p.201.
- 9 砂川他 [2006.7], p.8.
- 10 製造業は中科目、非製造業は、卸売と小売は中科目、それ以外は大科目で分類した。
- 11 基本的には、成長率は年平均伸び率で 100%以下とした。
- 12 青木 [2005] は、自己資本はエクイティファイナンス（増資）でも利益留保でも増加し、企業規模を示すものではないので、企業の成長性の尺度とすることに問題があるとしている。しかし、純資産（自己資本）のうち、利益留保は成長の結果であり、また増資も長期的成長を期待してなされるものである。このため、借入金などと違い返済の必要性が無く、規模の面も含めて経営の安定をみる上で重要な指標であり、長期的成長を観察する観点で最適な指標であると判断した。
- 13 製造業の 3 区分は、経済産業省「工業統計調査 平成 8 年度工業統計速報」の区分によっている。

【参考文献】

- Barney, J.B. [2002] *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition*, Prentice Hall (岡田正大訳 [2003] 『企業戦略論 上 基本編—競争優位の構築と持続—』ダイヤモンド社) .
- Collins.J.C. [2001] *Good to Great*, Curtis Brown Ltd (山岡洋一訳 [2001] 『ビジョナリーカンパニー 2—飛躍の法則—』日経 BP 社) .
- Julio, B.and D.Ikenberry [2004] “Reappearing Dividends”, *Journal of Applied Corporate finance*, Vol.16, pp.89-100.
- Myers, S.C. [1984] “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, vol.39, pp.575-592.
- Miller M.H. and F.Modigliani [1961] “Divident Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, vol.34, pp.411-433.

- Modigliani, F.and M.H.Miller [1958] “The Cost of Capital Corporate Finance, and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol.48,pp.261-297.
- Modigliani, F.and M.H.Miller [1963] “Corporate Income Taxes and the Cost Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, Vol.53, pp.433-443.
- Penman, S. [2001] *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, The McGraw-Hill Companies (杉本徳栄・井上達男・梶浦昭友訳 [2005] 『財務商標分析と証券評価』白桃書房) .
- 青木茂男 [2005] 『要説経営分析 [全訂版]』森山書店.
- 青淵正幸 [2010.7] 「実質無借金企業と有借金企業の市場の評価に関する研究」『立教ビジネスレビュー』第 3 号, pp.114-121.
- 石川博行 [2007] 『配当政策の実証分析』中央経済社.
- 石崎忠司 [1999] 『企業の持続的成長性分析』同文館出版 .
- 井出正介・高橋文明 [2006] 『経営学入門』日本経済新聞社.
- 亀川雅人 [2002] 『入門企業財務』新世社
- 木下良治 [2007.3] 「企業成長概念と成長指標に関する一考察—中小製造業を対象に—」『広島大学マネジメント研究』7 号, pp.1-17.
- 黒澤義孝・若杉敬明 [1982] 「ビジネスリスクと資本構成」日本開発銀行経済経営研究 .
- 小山昭宏 [2005] 『経営財務論』創成社.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳 [2008] 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社
- 砂川伸幸・畠田啓・山口聖 [2006.7] 「ペイアウトと現金保有」『証券アナリストジャーナル』, pp.6-20.
- 辻幸民 [2000] 「わが国企業の資本構成:実証分析」43 巻 2 号, pp.17-43.
- 同 [2002] 『企業金融の経済理論』創成社 .
- 野村證券金融経済研究所編 [2006] 『企業価値向上の財務戦略:コーポレート・ファイナンシャル・エンジニアリングの理論と実践』ダイヤモンド社 .
- 花枝英樹 [2005] 『企業財務入門』白桃書房 .
- 松田千恵子 [2007] 『ファイナンスの理論と実務』金融財政事情研究会.
- 水野博志 [1995] 『企業財務の研究』近代文芸社 .
- 森久・関利恵子・長野史麻他 [2008] 『財務分析からの会計学』森山書店 .
- 吉川洋・松本和幸 [2001.7] 「産業構造の変化と経済成長」『ファイナンシャル・レビュー』第 58 号, 財務省財政金融研究所.
- 若杉敬明 [1986.10] 「最適資本構成 (1)」『経済学論集』第 52 巻 3 号, pp.2-20.
- 同 [1987.1] 「同 (2)」『経済学論集』第 52 巻 4 号, pp.52-68.
- 同 [1987.4] 「同 (3・完)」『経済学論集』第 53 巻 1 号, pp.49-84.
- 同 [1985] 「企業成長と資本構成」岡本康雄・小林孝雄編著『企業行動の分析と課題』日本経済新聞社.
- 同 [2004] 『入門ファイナンス』中央経済社.