

経済調査レポート

*No. 2001-01*

企業における長期利潤率格差の要因分析

小本恵照(こもと・けいしょう)

komoto@nli-research.co.jp

*2001年11月*

ニッセイ基礎研究所

経済調査部門

---

(お願い) 当レポートは研究員による試論であり、記載内容はいかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

なお、ニッセイ基礎研究所 経済調査部門に対する電話によるお問い合わせは、03-3597-8419 にお願致します。

## 要 旨

1 . 企業の利潤率には、格差を均等化させようとする力と、利潤率の格差の解消を押し止めようとする力の両方が作用していると考えられる。本レポートは、企業の長期的利潤率に対するこの相反する力のうち、いずれのほうが強くと作用しているか、製造業 1056 社の財務データを用いて検討を加えたものである。

2 . 1976 年度から 1999 年度までの 24 年間の利潤率推移を分析すると、景気変動などによる波はあるものの、1976 年時点に高い利潤率を示していた企業は、その後も長期間にわたり高い利潤率を示すことが多いことが明らかとなった。

3 . 数種類の指標を用いて利潤率ランキングの上位 15 社と下位 15 社を作成すると、いずれにも共通して登場する企業が多く、また特定の産業への偏りが観測される。

4 . 長期利潤率に影響を与える要因を検出するために、長期利潤率を被説明変数とし、産業、株主構造、財務構造、多角化、合併などの要因を説明変数とする回帰分析を行った。それによると、企業が属する産業、自己資本比率、自己資本比率の変化、外国人株主比率などが統計的に有意な影響を与えていることが明らかとなった。

5 . ただし、上記の要因が利潤率の格差を説明する割合は全体の 1 ~ 2 割に過ぎず、経営者の能力、従業員の資質、経営ノウハウ、企業風土といった企業固有の経営資源が少なからぬ影響を与えているとみられる。

6 . 今後の企業経営に当っては、柔軟な事業選択、企業固有の経営資源の蓄積、コーポレート・ガバナンス構造や財務構造への配慮が重要と考えられる。また、一旦高い収益性が獲得できる経営組織を構築すれば長期的にその果実を享受できる可能性が高いことを認識し、競争優位のある企業組織の構築を目指すことが強く期待される。

## 1. はじめに

企業の利潤率に関する有力な考え方の一つに、各企業の利潤率が長期的には均等化するというものがある。現在高い超過利潤を享受している場合には、超過利潤の獲得を目指して新たな企業が市場に参入してきたり、ライバル企業が同種の製品やサービスを提供するようになることで、競争が激化し超過利潤が消滅してしまうと考える。一方、業績不振で損失を計上している場合には、経営体制の刷新やリストラによって利潤率が向上し、平均的な企業並みの利潤率を確保できるようになると考えるのである。

実際、現実の企業をみると、需要が急速に拡大した産業を中心に、一時的に高い利潤率を示すものの、数年後には一般企業並みの利潤率しか獲得できない事例が少なからず見受けられる。例えば、1990年前後に急成長した青山商事などの紳士服販売店は、事業利益ベースのROAでみて15%を超える非常に高い利潤率を示していたが、最近では平均並みの水準（3%程度）にまで低下している。この例からみると、利潤率が長期的には均等化する傾向があるように見える。

しかし、一方で常に高い収益率を示している企業が存在することもまた事実である。トヨタ自動車、任天堂、大正製薬などは長期にわたって高い利潤率を維持している。これら企業は、新製品の開発を絶え間なく行い、強力な販売力やブランド力を維持・育成するなど、他の企業が容易に模倣することのできない経営資源を持っているように見える。

こうした相異なる事例から判断すると、企業の利潤率には、格差を均等化させようとする力と、利潤率の格差の解消を押し止めようとする力の両方が作用していると考えられる。

本レポートは、企業の長期利潤率に対するこの相反する力のうちいずれのほうが強く作用しているかについて、1000社を超える企業の財務データを用いて検討を加える。以下の構成は次のとおりである。まず、代表的なライバル企業の利潤率の推移を比較し、利潤率格差が長期的にどのような変化をみせるかを紹介する。次に、1976年度から1999年度の24年間について継続して財務データが入手できる1056社について利潤率を計算し、利潤率の上位企業および下位企業をリストアップする。また、1976年度時点の利潤率によって企業を8つのランクに分類し、各ランクごとに利潤率の推移を考察する。続いて、長期利潤率格差の存在を統計的分析手法によって確認し、格差を生み出している要因を考察する。最後に、今回の分析が企業経営に与えるインプリケーションについて述べる。

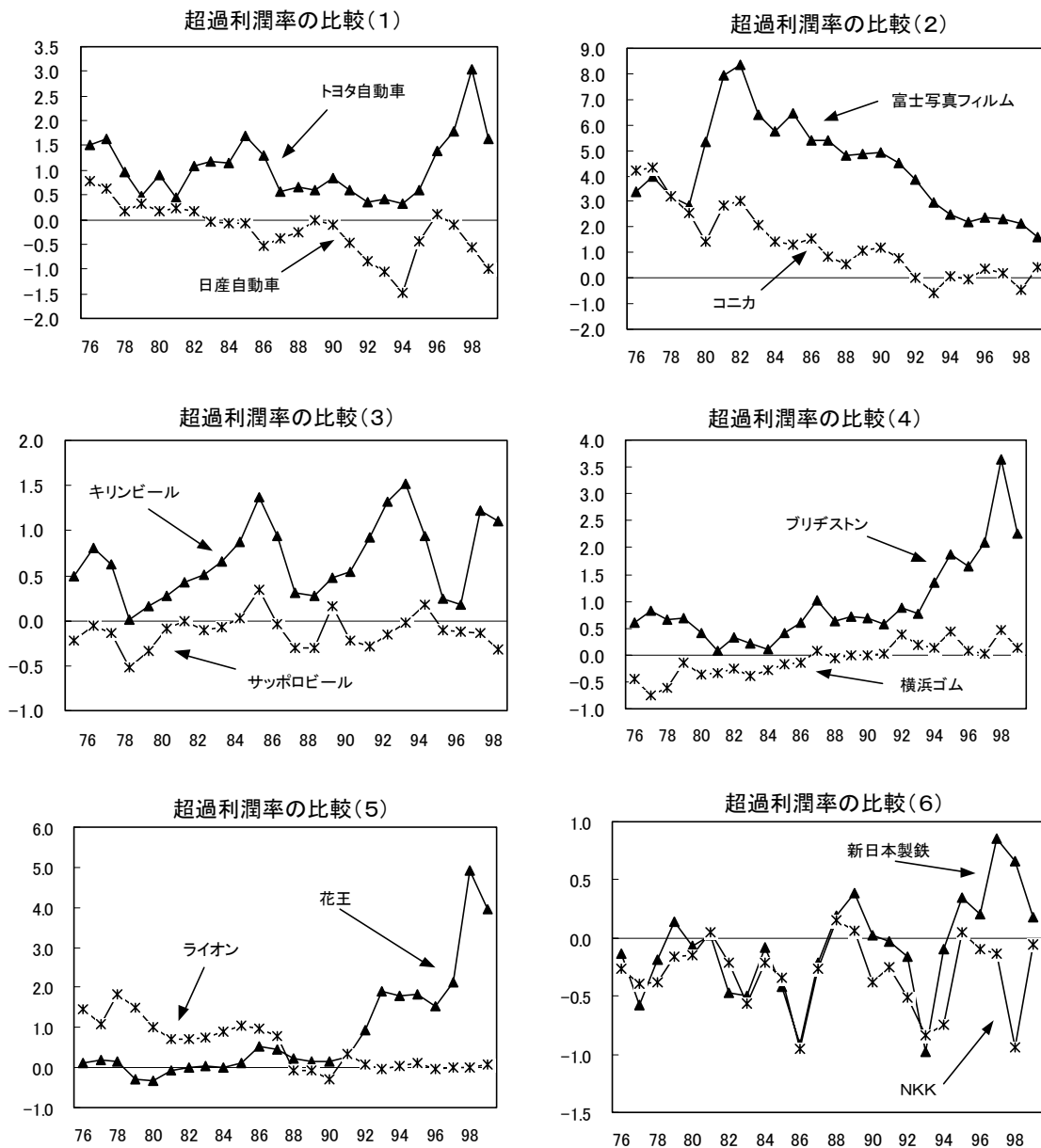
## 2. 大手企業の利潤率の比較

代表的な産業におけるライバル企業の利潤率の推移を観察することによって、長期にわたって利潤率の格差が存在するか確認してみよう。なお、以下では、企業*i*の時点*t*における、営業利益に受取利息・配当金を加えた収益（＝事業利益）を総資産で除した「総資産利益率(ROA)」を  $P_{it}$  と表記し、時点*t*の全企業の平均を  $\bar{P}_t$  としたときの、

$\pi_{it} = (P_{it} - \bar{P}_t) / \bar{P}_t$  をもって、時点  $t$  における企業  $i$  の「利潤率」と定義する。景気循環などから時点によって利潤率の水準が異なるため、時点  $t$  における全企業の平均利潤率で除することで、こうした影響を除去している。

それによると、同じ産業に属しながら、高利潤率を長期的に享受する企業がある一方で、低利潤率に甘んじ続ける企業があるという事例がかなりみられる（図表1）。トヨタ自動車と日産自動車を比較すると、トヨタ自動車はほとんどの期間について1.0ポイントを超える高い利潤率を示しているが日産自動車はゼロの近辺での推移が続いている。麒麟ビールとサッポロビールのケースでも、0.5～1.0ポイントの利潤率格差が続いている。一方、富

図表1 ライバル企業の利潤率の比較



士写真フィルムとコニカでは、一時 5.0 ポイントを超える格差があったが、徐々に乖離幅は縮小しており、現在では 1.0 ポイント程度にまで縮まっている。しかし、依然として富士写真フィルムの利潤率が高いことに変わりはない。ブリヂストンと横浜ゴムのケースは、富士写真フィルムとコニカのケースとは逆に近年格差が拡大しつつあり、直近では 2.0 ポイントを超えている。もちろん、長期的に企業間格差が持続するというパターンから外れる事例もみられる。花王とライオンのケースでは、かつてはライオンの利潤率が花王を上回っていたが、1990 年代に入り花王が逆転しその格差を大きく広げつつある。また、新日本製鉄と NKK のケースでは、両者にそれほど大きな格差は観察されない。

これらの例をみると、当初の利潤率に格差が存在する場合に、その後、利潤率の逆転が生じたり、拮抗状態に移行することが起らないわけではないが、長期的に利潤率の格差がみられることも少なくなく、利潤率格差を縮めることは意外と難しいのではないかということが推測できる。

### 3 . 利潤率の推移と企業ランキング

ライバル企業間の利潤率の比較によると、利潤率の格差が長期的に持続するケースが少なくないことが判明したが、限られたサンプルの結果のため、より厳密な形で長期利潤率の格差の存在を確認する必要がある。そこで、多数の企業をサンプルとして統計的な分析を行ってみたい。

ここでは、厳密な統計分析に先立ち、1976 年度から 1999 年度にかけて連続してデータが収集できる、全国証券取引所または店頭市場に上場している製造業 1056 社を対象に、毎年度の利潤率の推移を分析することによって、次節以降で行う統計分析の手掛かりをつかむことにしたい<sup>1</sup>。

まず、分析対象である 1056 社を、1976 年度の利潤率を基に 8 つのサブ-サンプルに分類し、各サブ-サンプル群の利潤率の推移を観察することによって、初期の利潤率の違いが長期的に持続するかどうかを検証する。各サブ-サンプルには 132 社が含まれることとなり、1976 年度時点の利潤率が高い企業から順に、第 1 ランク、第 2 ランク、...、というように 8 つのランクに分割される。

続いて、毎年度の利潤率データを基に企業のランキングを作成し、どのような企業が上位に属し、また下位に属する企業はどのような企業であるかをみることで、利潤率と企業の属性の関係を考える。

#### (1) ランク別にみた利潤率の推移

1976 年度時点の利潤率をベースにランク分けを行い、ランク別に利潤率の推移をみたも

---

<sup>1</sup> 連続して財務データが入手できる企業を対象としているので、期間の途中で倒産・廃業などによって市場から退出した企業が除外されており、サンプルには若干のバイアスがある。

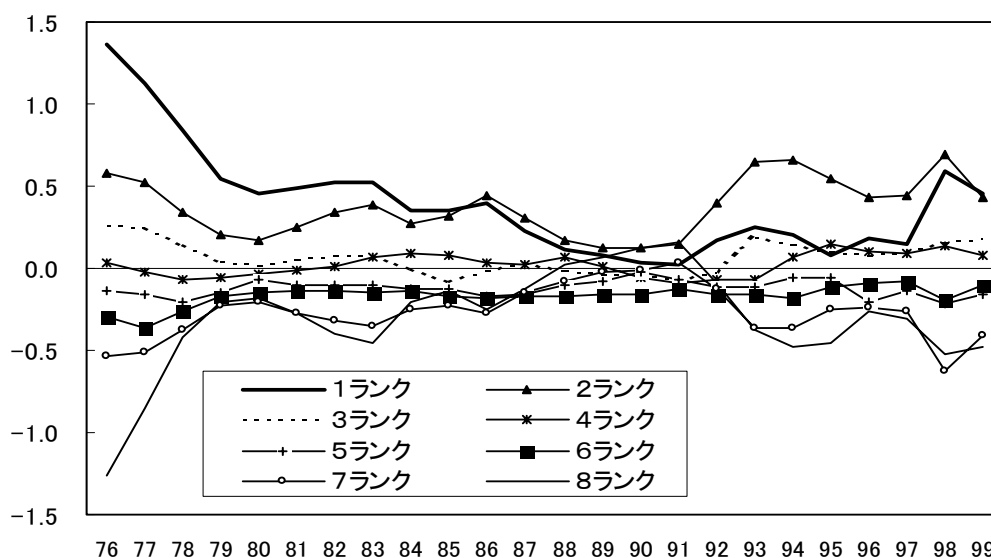
のが図表2である。それによると、以下のことが明らかとなる。

1976年時点の利潤率を基準にランク分けしたことから明らかなように、1976年時点には各ランク間の利潤率には大きな格差がみられる。ランク1とランク8の格差は3ポイント近いものがある。

その後は1980年代末のバブル期にかけて、各ランク間のバラツキは縮小する傾向を示す。1990年度前後には各ランク間の差はほとんど消滅している。1976年度から1990年度にかけては利潤率を均等化させる強い力が働いたことが推測される。

しかし、1990年代に入ると、再び各ランク間のバラツキが拡大し、ランクの高い(低い)企業が高い(低い)利潤率を示している。

図表2 企業ランク別にみた利潤率の推移



この結果をみると、需要が拡大したバブル期には旺盛な需要が優良企業の供給能力を上回り劣後企業にも需要が行き渡る結果、企業間の優劣が不明確となるのに対し、1990年代のように経済環境が厳しくなると、企業間の経営力の優劣が再び顕在化してくるのではないかと考えられる。こうした景気循環による波はみられるものの、長期的にみると、高ランキング企業と低ランキング企業との利潤率格差の縮小スピードはそれほど大きくなく、利潤率の格差は長期にわたって残存すると結論づけることができる。

## (2) 企業ランキングの推移

各企業の毎年度の利潤率や利潤率に基づくランク付けの結果を、一定期間について平均し、上位企業と下位企業のランキングを作成した。

図表3は長期的に高利潤率を示してきた企業である。「24年間平均利潤率」は、1976年度から1999年度までの全調査期間における利潤率の平均を求めたものである。「ランク」は、各年度に付与された1~8のランクを点数とみなし、24年間について平均したもので

図表3 上位15社

| 順位 | 24年間平均利潤率     |      | ランク       |      | 20年間平均利潤率     |      | 10年間平均利潤率     |      |
|----|---------------|------|-----------|------|---------------|------|---------------|------|
| 1  | 任天堂           | 3.82 | 大正製薬      | 1.00 | 任天堂           | 4.50 | 任天堂           | 5.03 |
| 2  | 小野薬品工業        | 2.81 | ビオフェルミン製薬 | 1.04 | 小野薬品工業        | 3.32 | 小野薬品工業        | 4.52 |
| 3  | 大正製薬          | 2.54 | ヒロセ電機     | 1.04 | ビオフェルミン製薬     | 2.83 | 三共            | 3.95 |
| 4  | ビオフェルミン製薬     | 2.49 | 参天製薬      | 1.08 | 大正製薬          | 2.67 | ビオフェルミン製薬     | 3.55 |
| 5  | ファナック         | 2.23 | エーザイ      | 1.08 | ヒロセ電機         | 2.31 | 参天製薬          | 3.53 |
| 6  | ヒロセ電機         | 2.10 | 山之内製薬     | 1.08 | 三共            | 2.30 | 大正製薬          | 3.39 |
| 7  | 参天製薬          | 2.00 | ファナック     | 1.13 | 参天製薬          | 2.22 | ユニ・チャーム       | 2.92 |
| 8  | 三共            | 1.91 | 富士写真フイルム  | 1.17 | 三国カ・コ・ホ・トリック  | 2.05 | ヒロセ電機         | 2.82 |
| 9  | ユニ・チャーム       | 1.87 | マックス      | 1.17 | ユニ・チャーム       | 2.03 | 三国カ・コ・ホ・トリック  | 2.80 |
| 10 | 三国カ・コ・ホ・トリック  | 1.82 | アマノ       | 1.21 | ファナック         | 1.97 | 北海道カ・コ・ホ・トリック | 2.75 |
| 11 | 国際試薬          | 1.66 | 任天堂       | 1.25 | 富士写真フイルム      | 1.87 | 武田薬品工業        | 2.58 |
| 12 | 富士写真フイルム      | 1.65 | ニフコ       | 1.29 | ダントー          | 1.80 | K O A         | 2.40 |
| 13 | エーザイ          | 1.52 | ユニ・チャーム   | 1.33 | 富士機械製造        | 1.73 | 富士機械製造        | 2.39 |
| 14 | ダントー          | 1.50 | ハウス食品     | 1.33 | 第一製薬          | 1.62 | ソントン食品工業      | 2.34 |
| 15 | 北海道カ・コ・ホ・トリック | 1.46 | 長府製作所     | 1.33 | 北海道カ・コ・ホ・トリック | 1.59 | 第一製薬          | 2.32 |

ある。「20(10)年間平均利潤率」は、参考として、1999年度から遡ること20(10)年間についての利潤率の平均を求めたものである。

その顔ぶれをみると、任天堂、大正製薬、小野薬品工業、ビオフェルミン製薬、ユニ・チャームなどの特定の企業がいずれのランキングにも上位に登場している。産業としては、

図表4 下位15社

| 順位 | 24年間平均利潤率 |       | ランク       |      | 20年間平均利潤率 |       | 10年間平均利潤率 |       |
|----|-----------|-------|-----------|------|-----------|-------|-----------|-------|
| 1  | 日本レース     | -2.73 | ローマイヤ     | 7.54 | 日本レース     | -2.83 | シントム      | -4.64 |
| 2  | 山水電気      | -2.18 | 寿工業       | 7.50 | シントム      | -2.50 | 日本レース     | -4.48 |
| 3  | シントム      | -1.96 | 丸石自転車     | 7.46 | 山水電気      | -2.43 | ユニオン光学    | -3.08 |
| 4  | ローマイヤ     | -1.79 | 日本レース     | 7.46 | ローマイヤ     | -1.87 | トスコ       | -2.51 |
| 5  | 寿工業       | -1.76 | 昭和ゴム      | 7.38 | 寿工業       | -1.74 | シルバー精工    | -2.48 |
| 6  | 大同マルタ染工   | -1.61 | 宇野沢組鉄工所   | 7.29 | 大同マルタ染工   | -1.71 | 山水電気      | -2.43 |
| 7  | ユニオン光学    | -1.39 | 東京衡機製造所   | 7.29 | シルバー精工    | -1.65 | 駿河屋       | -2.36 |
| 8  | シルバー精工    | -1.39 | ヤマシナ      | 7.25 | ユニオン光学    | -1.59 | 大同マルタ染工   | -2.32 |
| 9  | オリカ       | -1.32 | 明治機械      | 7.21 | 赤井電機      | -1.51 | オリカ       | -2.19 |
| 10 | 赤井電機      | -1.28 | オーミケンシ    | 7.21 | オーミケンシ    | -1.35 | オーミケンシ    | -2.10 |
| 11 | 日立精機      | -1.25 | 興和紡績      | 7.17 | オリカ       | -1.34 | キムラタン     | -2.03 |
| 12 | オーミケンシ    | -1.20 | 自動車部品工業   | 7.17 | 大江工業      | -1.33 | 神田通信工業    | -2.03 |
| 13 | 太平製作所     | -1.19 | 北日本紡績     | 7.17 | 住倉工業      | -1.32 | 日立精機      | -1.99 |
| 14 | 宇野沢組鉄工所   | -1.19 | 芝浦メカトロニクス | 7.13 | 日立精機      | -1.29 | 大平製紙      | -1.95 |
| 15 | 住倉工業      | -1.18 | 日野車体工業    | 7.13 | 宇野沢組鉄工所   | -1.27 | 寿工業       | -1.88 |

医薬品や食品に属する企業が多く登場しているようである。

一方、利潤率が下位の企業 15 社をみたものが図表 4 である。この場合にも、特定の企業がいずれのランキングにも登場している。日本レース、シントム、山水電気などである。産業別にみると、AV 機器関係の電気機器、機械、繊維などの産業に属する企業が多くみられる。

上位企業と下位企業のランキングをみる限り、企業が属する産業の影響が無視できない大きさを与えている。

#### 4 . 長期的な利潤率の計測

これまでの分析によって、初期時点で高い利潤率を示していた企業の多くが引き続き高い利潤率を示すことが明らかとなったが、長期的に維持される利潤率（長期的に消滅しない利潤率）の具体的な大きさを実際に計測してみた。計測は時系列モデルと部分調整モデルの 2 種類の手法を用いた（計測の方法については補論を参照）。

図表 5 分析結果

|      | 時系列モデル |                  | 部分調整モデル   |           |           |
|------|--------|------------------|-----------|-----------|-----------|
|      | 傾き( )  | 切片( )<br>(長期利潤率) | 傾き<br>( ) | 切片<br>( ) | 長期<br>利潤率 |
| 1ランク | 1.38   | 0.18             | 0.67      | 0.07      | 0.25      |
| 2ランク | 0.15   | 0.35             | 0.62      | 0.11      | 0.38      |
| 3ランク | 0.24   | 0.03             | 0.58      | 0.00      | 0.03      |
| 4ランク | - 0.06 | 0.03             | 0.62      | - 0.01    | 0.10      |
| 5ランク | - 0.04 | - 0.12           | 0.60      | - 0.08    | - 0.06    |
| 6ランク | - 0.22 | - 0.13           | 0.57      | - 0.09    | - 0.14    |
| 7ランク | - 0.36 | - 0.21           | 0.57      | - 0.12    | - 0.20    |
| 8ランク | - 1.10 | - 0.13           | 0.54      | - 0.12    | - 0.22    |

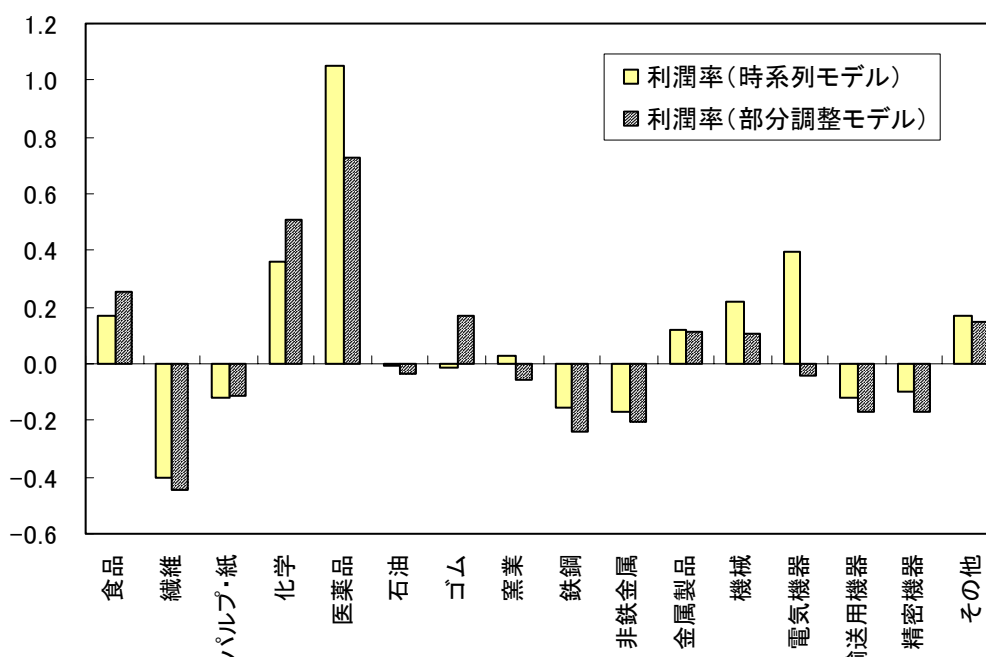
その結果が図表 5 である。それによると、時系列モデルの長期利潤率では、第 1 ランクと第 2 ランク、第 7 ランクと第 8 ランクに順序の逆転がみられるものの、概ねランクが下がるほど長期利潤率は小さくなっている。また、部分調整モデルについても、第 1 ランクと第 2 ランク、第 3 ランクと第 4 ランクで逆転がみられるものの、概ね上位ランクの長期利潤率が高くなっている。この結果をみる限り、初期時点で利潤率の高かった企業は長期利潤率も高いという傾向が確認される。また、部分調整モデルから計算される調整スピード（ $1 - \alpha$ ）は、0.33~0.46 の範囲に分布しており、概ねランクが高いほど調整速度は小さくなっている。すなわち、初期時点で利潤率が高い企業ほど、その高い利潤率が低下する度合いが小さいことになる。

利潤率に関する企業リストから推測されたように、利潤率の上位企業には特定の産業に属する企業が多くみられた。そこで、全サンプルを業種別に分類し、長期利潤率を計算してみた（図表 6）。それによると、時系列モデルによる結果と部分調整モデルによる結果は



概ね一致している。医薬品、化学、食品などでは高い利潤率が観察されるのに対し、繊維、鉄鋼、非鉄金属ではマイナスの利潤率が観察され、業種によってかなりの違いが生じている。

図表6 産業別利潤率の推移



## 5. 長期利潤率の決定要因

これまでの分析により、企業の長期利潤率に格差がみられるとともに、産業別の長期利潤率にも相違があることが明らかとなった。そこで、各企業の長期利潤率がどのような理由から生じているか、長期利潤率を被説明変数とし、各企業の長期利潤率に影響を与えると考えられる変数を説明変数とする回帰モデルを用いて分析を行った。

### (1) 使用データ

被説明変数は部分調整モデルによって算出された長期利潤率を用いた。使用した説明変数は、図表7のとおりである。

使用データに関する説明を行っておくと、まず、使用データの時点については、基本的に調査対象の初年度である1976年度のデータを利用した。ただし、少数特定者持株割合と外国法人持株割合については、データ入手の制約と、分析期間の半ば頃のデータがむしろ望ましいかもしれないとの判断から、1985年度時点のデータを利用している。

次に、業種変更ダミーは、上場企業の営業内容が大きく変化し、東証区分が変更されたかどうかによって判断している。業種区分変更の履歴は、データの制約から1984年度～

図表7 使用説明変数の一覧

| 説明変数             | 変数名 | 特記事項               |
|------------------|-----|--------------------|
| 合併ダミー（有=1、無=0）   | ME  | 1976年度以降が対象        |
| 自己資本比率           | CS  | 1976年度時点の数値        |
| 同変化幅             | VCS | 1976-1999年度間の変化幅   |
| 総資産（対数値）         | SI  | 1976年度時点の数値        |
| 少数特定者持株割合        | RS  | 1985年度時点の数値        |
| 外国法人持株数割合        | FS  | 1985年度時点の数値        |
| 資産当り従業員          | LS  | 1976年度時点の数値        |
| 業種変更ダミー（有=1、無=0） | IC  | 東証上場企業、1984年度以降が対象 |
| 業種ダミー            |     |                    |
| 食品=1、それ以外=0      | G1  | 東証33業種分類による        |
| 繊維=1、それ以外=0      | G2  | 同上                 |
| パルプ・紙=1、それ以外=0   | G3  | 同上                 |
| 化学=1、それ以外=0      | G4  | 同上                 |
| 医薬品=1、それ以外=0     | G5  | 同上                 |
| 石油=1、それ以外=0      | G6  | 同上                 |
| ゴム=1、それ以外=0      | G7  | 同上                 |
| 窯業=1、それ以外=0      | G8  | 同上                 |
| 鉄鋼=1、それ以外=0      | G9  | 同上                 |
| 非鉄金属=1、それ以外=0    | G10 | 同上                 |
| 金属製品=1、それ以外=0    | G11 | 同上                 |
| 機械=1、それ以外=0      | G12 | 同上                 |
| 電気機器=1、それ以外=0    | G13 | 同上                 |
| 輸送用機器=1、それ以外=0   | G14 | 同上                 |
| 精密機器=1、それ以外=0    | G15 | 同上                 |

1999年度が対象となっている。なお、分析対象企業は、部分調整モデルの対象である1031社がベースとなるが、業種区分変更が確認できるのは東証上場企業のみなので、この変数を用いた推定（図表8のケース3とケース4）での分析対象数は918社である。

説明変数の採用の理由に関して補足説明を行うと、まず、合併ダミーと業種変更ダミーについては、M&A活動や事業の多角化が利潤率に何らかの影響を与えていないかを測定するものである。業種変更が行われたということは、企業のコア事業が大きく変化したことを示すものであり、多角化の代理変数になると判断されるためである。少数特定者持株割合と外国法人持株割合については、コーポレート・ガバナンスの視点から加えたものである。特定者への株式の集中や外国法人の持株比率が高いことは、経営の監視機能を高め、長期的利潤を向上させる働きがあるのではないかと考えられたためである。自己資本比率と総資産はそれぞれ財務体質と企業規模による影響を捉えるために変数に含めたものであり、自己資本比率の変化は財務戦略の影響を捉えるためのものである。業種ダミーについては、業種によって産業構造や経営環境が異なるためその影響を捉える目的で変数に含めている。

## (2)分析結果

分析結果は図表8のとおりである。用いた説明変数の違いによって4つのケースを掲載している。計数の横にアルファベットのa, b, cが付されている変数が、長期的な利潤率に

図表8 分析結果

|                    | ケース1      | ケース2      | ケース3      | ケース4      |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ME                 | 0.008     | - 0.029   | 0.010 c   | - 0.025   |
| CS                 | 1.045 a   | 0.498 a   | 1.097 a   | 0.602 a   |
| VCS                | 1.020 a   |           | 0.970 a   |           |
| SI                 | 0.033     | 0.011     | 0.046     | 0.025     |
| RS                 | - 0.121   | - 0.087   | - 0.071   | - 0.006   |
| FS                 | 1.392 a   | 1.935 a   | 1.352 a   | 1.843 a   |
| LS                 | 0.078     | - 0.332   | 0.059     | - 0.141   |
| IC                 |           |           | 0.165     | 0.219     |
| G1                 | 0.079     | 0.156     | 0.009     | 0.099     |
| G2                 | - 0.623 a | - 0.597 a | - 0.698 a | - 0.657 a |
| G3                 | - 0.144   | - 0.159   | - 0.294   | - 0.320   |
| G4                 | 0.152     | 0.196     | 0.090     | 0.120     |
| G5                 | 0.928 a   | 1.027 a   | 0.834 a   | 0.925 a   |
| G6                 | - 0.282   | - 0.419   | - 0.375   | - 0.511   |
| G7                 | 0.061     | 0.116     | - 0.008   | 0.025     |
| G8                 | - 0.196   | - 0.163   | - 0.301   | - 0.279   |
| G9                 | - 0.302   | - 0.266   | - 0.387 c | - 0.375   |
| G10                | - 0.323   | - 0.313   | - 0.378   | - 0.387   |
| G11                | - 0.020   | - 0.004   | - 0.065   | - 0.045   |
| G12                | - 0.338 b | - 0.317 c | - 0.439 b | - 0.443 b |
| G13                | - 0.137   | - 0.169   | - 0.204   | - 0.261   |
| G14                | - 0.296 c | - 0.279   | - 0.380 c | - 0.396 c |
| G15                | - 0.309 c | - 0.315   | - 0.380   | - 0.411   |
| C                  | - 0.623 c | - 0.118   | - 0.711   | - 0.247   |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.194     | 0.118     | 0.179     | 0.115     |
| サンプル数              | 1031      | 1031      | 918       | 918       |

(注) 計数横の a, b, c はそれぞれ 1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

統計的に有効な影響を与えている変数である。

まず、自己資本比率、同変化幅、外国法人持株割合はいずれのケースでも有意なプラスの影響を与えている。自己資本比率と同変化幅については、財務の安定性が高いほど長期利潤率を高める効果があると判断される<sup>2</sup>。外国法人持株比率が高いほど長期利潤率が高いのは、外国人投資家の銘柄選定能力による影響も考えられるが、外国人投資家の増加が経営に緊張関係を持ち込み高パフォーマンスにつながっている面もあると判断される。一方、少数特定者持株割合はマイナス符号となっているが有意ではなく、少数株主への株式集中は、ほとんど経営監視機能を果たしてこなかったと考えられる。

業種については、繊維、機械、輸送用機器が有意なマイナスとなったのに対し、医薬品は有意なプラスとなっている。医薬品と繊維との差は約 1.5 ポイントである。先にみたように、各クラスの利潤率は - 0.2 ~ + 0.4 ポイントの範囲に収まっており、かなり大きな業種間の格差があることが統計的明らかとなっている。

<sup>2</sup> 自己資本率の変化幅については、長期利潤率が高いほど利益が資本として留保され、自己資本比率が高まるという逆の因果関係もあると思われる。

ただし、ここで留意しておきたいのは、こうした変数で説明される長期利潤率の企業間格差の割合が1～2割しかないことである（Adj R<sup>2</sup>が1～2割）。つまり、企業が属する産業、財務構造、株主構造といった以外の要素 - 経営者の能力、従業員の資質、経営ノウハウ、企業風土など - が残りの8～9割を占めているということである。

## 6．企業経営に対するインプリケーション

今回の結果を整理すると次のようになる。

一旦高い利潤率を獲得した企業は、長期にわたって高い利潤率を維持することが多い。長期的な利潤率は産業によってかなりの相違がある。

財務の安定性が高いことや、外国法人持株比率が高いといった、企業の財務構造や株主構造も無視できない影響を与えている。

企業の属する産業、財務構造、株主構造といった要因が、企業の利潤率格差を説明できる割合は全体の1～2割に過ぎず、経営者の能力、従業員の資質、経営ノウハウ、企業風土といった企業固有の経営資源が残りを決定していると考えられる。

この結果から次のような企業経営に対するインプリケーションが得られる。

### 競争優位確立の重要性

一旦、高水準の長期利潤率を確保できる企業体質を作り上げると、かなり長期にわたって利潤率を享受できる可能性が高い。すなわち、優れた経営戦略によって収益率の向上を実現することは、長期的な企業経営の視点からみても重要性が非常に大きいのである。利潤率が獲得できる競争優位の企業を構築することは多くの要因が絡み容易ではないが、その重要性を認識し、企業経営者には高い収益性の実現を目指した企業戦略の構築が進めることが強く期待される。

### 柔軟な事業選択

企業が所属する産業が長期的利潤率に無視できない影響を与えていることから明らかのように、高い利潤率の獲得のためには、どのような事業を選択するかが重要である。仮に、現在の事業がマイナスの利潤率となる産業に属しているのであれば、思い切った事業内容の見直しを行い、切り捨てるべき事業は切り捨て、より大きな利潤率が見込める事業への進出を目指した企業戦略を採択すべきであると思われる。

### 企業固有の経営資源の蓄積

長期利潤率の格差の一部は所属する産業や財務構造などによって説明されるものの、格差の大半はそれ以外の要素によって説明された。これはまさに個々の企業が有する有形・無形の経営資源が、利潤率の獲得に影響を与えていることを示しているものといえる。企

業経営者は、他社とは異なる優位性を持つ、経営ノウハウの蓄積、企業文化の醸成、経営者を含めた人材育成に注力すべきであると考えられる。

#### 株主構造や財務構造への配慮

外国法人持株比率や自己資本比率が高い企業が好パフォーマンスを示しているように、コーポレート・ガバナンス構造や財務内容が企業行動に影響を与えている。企業経営者は、自らの行動に規律を与える株主構成や安定的な財務構造の構築を目指すべきであると思われる。

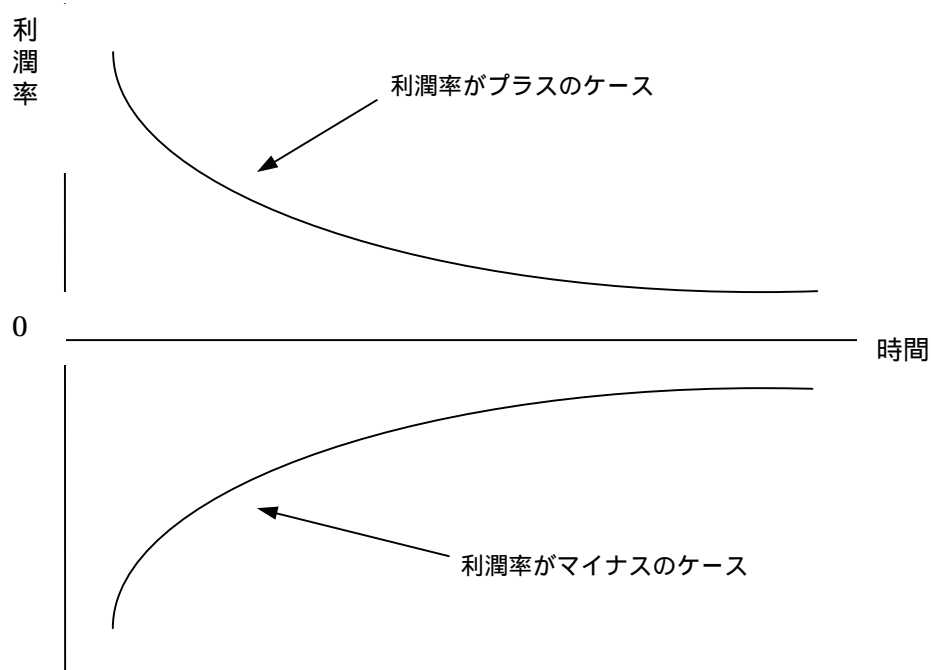
### 補論・長期的な利潤率の統計的分析方法

当初存在した利潤率が長期的に残存するかどうかを検証する統計的手法については、以下の2つの手法を用いた。

#### (1)時系列モデル<sup>3</sup>

初期時点の利潤率がプラス（マイナス）の企業の利潤率は時間とともに低下（上昇）していくと考え、最終的に利潤率がゼロとなるかどうかを統計的に検証しようとするものである。利潤率の時間的推移を図表9のようなパターンに当てはめるものである。

図表9 利潤率変化の典型的パターン



具体的には、時点  $t$  に企業  $i$  が享受する利潤率  $\pi_{it}$  は、

$$\pi_{it} = \alpha + \beta/t + u_{it} \quad (1)$$

というパターンを描くと考える。 $u_{it}$  は誤差項で、平均ゼロ、分散  $\delta_u^2$  の正規分布である。

時間が経過すると ( $t$  が非常に大きくなると) (1) 式の値は切片  $\alpha$  に近づいていくため、長期的な利潤率は  $\alpha$  によって測定されると考えられる。また、この切片がゼロと有意に異なるかどうかみることでプラスあるいはマイナスの利潤率の存在を検定することができる。

ここでは、1056 社の各社について (1) 式の切片  $\alpha$  と傾き  $\beta$  を推定し、1976 年度の利潤率をベースとしたランクごとに平均を計算した。

#### (2) 部分調整モデル<sup>4</sup>

利潤率の変化に影響を与える要因として、潜在的あるいは現実の新規参入要因  $E_t$ 、利潤率を定常状態とさせるためのフィードバック要因  $\pi_{i,t-1}$ 、それ以外の要因  $\mu_t$  によって次のように表すことができると考える。

$$\Delta\pi_{it} = \theta_0 + \gamma_0 E_t + \gamma_1 \pi_{i,t-1} + \mu_t \quad (2)$$

ここで  $\Delta\pi_{it} = \pi_{it} - \pi_{i,t-1}$  であり、利潤率の変化を示している。新規参入要因が増加すると競争激化により利潤率は低下すると考えられるし、前期の利潤率が大きいほど当期の利潤率は低下する可能性が大きいとみられるため、 $\gamma_0 < 0$ 、 $\gamma_1 < 0$  という符号条件が考えられる。 $\mu_t$  は様々な外部要因から構成されていると考え、平均がゼロ、分散が  $\delta_\mu^2$  の独立で同一の正規分布であると考えられる。

ここで、新規参入がゼロとなる均衡の利潤率を  $\pi^*$  とすると、超過利潤 ( $\pi_{it} - \pi^* > 0$ ) が存在するとき新規参入が増加し、負の超過利潤 ( $\pi_{it} - \pi^* < 0$ ) が生じると企業の退出が増加する。

この結果、新規参入の関数は次のように表現することができる。

$$E_t = \phi[\pi_{i,t-1} - \pi^*] + \varepsilon_t \quad (3)$$

---

<sup>3</sup> Mueller, D.C., 1986, Profits in the Long Run. Cambridge University Press.

<sup>4</sup> Geroski, P.A., 1990, Modelling persistent profitability. In: Mueller, D.C.(Ed.), The Dynamics of Company Profits: An International Comparison. Cambridge University Press, 15-34.

(3)式右辺の $\phi$ はプラスであり、その大きさは新規参入のスピードを示している。 $\varepsilon_t$ は前期の利潤率が均衡利潤率と一致していても発生する、外部的な新規参入を示し、平均がゼロ、分散が $\delta_\varepsilon^2$ の独立で同一の正規分布であると考える。

(3)式を(2)式に代入することによって次の式が得られる。

$$\pi_{it} = \omega + \lambda\pi_{i,t-1} + v_t \quad (4)$$

ここで、 $\omega \equiv (\theta_0 - \gamma_0\phi\pi^*)$ 、 $\lambda \equiv (\gamma_0\phi + \gamma_1 + 1)$ であり、 $v_t$ は平均ゼロで分散 $\delta_v^2 = \gamma_0\delta_\varepsilon^2 + \delta_\mu^2$ の正規分布に従う。

(4)式はさらに次のように変形できる。

$$\pi_{it} - \pi_{i,t-1} = (1 - \lambda)[\omega/(1 - \lambda) - \pi_{i,t-1}] + v_t \quad (5)$$

この式から明らかなように、 $1 - \lambda$ は調整スピードを示しており、 $\omega/(1 - \lambda)$ は長期的な利潤率を示している。