

序論

浅子 和美

本特集号「法人企業統計」では、多かれ少なかれ財務省の「法人企業統計」の調査票(個票)から得られるデータを利用した、実証研究の7篇の論文を集めた。大企業ないし株式上場企業から非上場ないし中小・零細企業までのデータが統一されて利用可能なことから、それぞれの論文では先行研究にみられない視点での検証が展開され、多くのファクト・ファインディングなり帰無仮説の検証が報告される。

経済学は理論と実証を車の両輪として、反証可能な科学(science)として進歩してきたが、両者の間のバランスを考量するに、20世紀までの理論による演繹作業の優位なステージから、21世紀に入る前後から現実のデータに基づく帰納作業が優位なステージに転じた感がある。この「優位性」は、学会誌に掲載される論文数や研究者・大学院生の数的・質的分布に端的に反映されているが、それにはいくつかの理由があげられる。なかでも特記されるべき要因として、第1には近年のICT(情報通信)革命による情報処理能力のハード・ソフト両面での飛躍的向上があり、第2には、本特集号も関係するところであるが、多くの情報そのものが利用可能になってきたことが指摘できる。なかでも経済統計データの個票が利用可能となってきたのは大きく、とりわけ多くの調査データが時系列として整備・公開され、クロスセクションと時系列が合体したいわゆるパネルデータによる分析が、その分析手法の精緻化や統計ソフトの普及も含めて人口に膾炙したのが指摘できる。

20世紀末にはマクロ経済データについての時系列分析(time series analysis)が流行になったが、同じようなタイムトレンドを有する時系列同士の見せかけの相関(spurious correlation)

や現実の観測データが同時に異なるモデルによって解釈可能といったような観察上同等問題(observational equivalence)が提起され、一挙に、時系列データを用いたマクロモデル分析に対する信頼が失われる事態となった。代わって注目を浴びたのが、マクロ経済学のミクロ的基礎となる個別経済主体の行動を直截的に探索する実証分析であり、そのためにパネルデータの整備が喫緊の課題となった経緯がある。動学的確率的一般均衡(DSGE)マクロモデルの基本的なパラメータの特定に、パネルデータ分析による結果が利用されるといった背景もある。数年に一度実施される統計調査も回数を重ね、パネルデータ化が可能となってきた事情も関係しよう。

さて、財務省によって集計される法人企業統計調査は、日本における営利法人等の企業活動の実態を把握するため、標本調査として実施されている統計法に基づく基幹統計調査の1つである。財務省のホームページによれば、本調査には、すべての資本金階層に属する営利法人等を調査対象としたその年度における確定決算の計数を調査する「年次別調査」(昭和23年調査開始)と、資本金、出資金又は基金1,000万円以上の営利法人等を調査対象とした四半期ごとに仮決算計数を調査する「四半期別調査」(昭和25年1~3月期調査開始)があり、全国の財務局及び財務事務所等を通じて調査票を郵送し、自計記入を依頼する方法により調査を行っている(平成15年度調査からはオンラインによる提出も可能)。標本抽出は財務省の保有する法人名簿等を用いて毎年行われ、標本企業はその年度において調査対象となる。ただし、標本の取り方、業種分類、資本金階層区分、財務

面の調査項目にしばしば変更が加えられ、個票、集計レベルともにパネル時系列での利用には課題があることも指摘されている。

本特集号の実証研究においても、それぞれの論文で指摘される課題があり、パネルデータの構築にはそれなりの工夫がなされている。また、学術目的の利用であっても、個票データの提供を受けるに当たっては申請を要し、財務省による許可が必要である等、一定の制約があるのには注意が必要である。本特集号掲載の諸研究の推進に当たっては、財務省の快い協力を得た。研究者を代表して、改めて謝辞を記したい。以下、本特集号に寄せられた7篇の論文について、それぞれの問題意識とともに、簡単に内容の紹介をする（以下では敬称を省略）。

第1論文、中村純一・外木好美・浅子和美による「資本財別・企業規模別投資行動—法人企業統計による資本財の異質性と資本市場の不完全性の検証—」では、資本財の異質性と企業規模別の差異に配慮しつつ、投資行動についてのTobinの q 理論の枠組みの妥当性を検証する。すなわち、『法人企業統計年報』の2004~13年度の調査票データに基づいて、一方では資本財を土地以外の有形固定資産と土地の2種類に分割し、他方、企業を大企業から中小・零細企業に至る規模別のスペクトラムで捉え、それぞれの特性ごとに企業の投資行動がどの程度説明できるのかを確認する。具体的には、資本市場の不完全性も考慮に入れ、複数の資本財を前提とした Multiple q モデルに基づく投資関数の推計を行う。

その結果、上場企業を対象とした先行研究と同様に、土地も投資に際して固有の調整費用を必要とする資本財であり、かつ土地以外の有形固定資産との間の異質性を明示的に扱う Multiple q モデルの妥当性が確認されたとする。資本市場の不完全性の影響やTobinの q の計測誤差などにより、 q 理論の枠組みでは本来 redundant であるはずの変数が有意な説明力を有するほか、 q 理論が前提とするスムーズな調整費用関数では取り扱えない一括的投資行

動 (lumpy investment) の存在が示唆される。企業規模を問わず投資行動の少なくとも一部は時間軸上で塊状になる特性を示し、そのかたまり度合い (lumpiness) は資本金規模が小さくなるほど高く、資本市場の不完全性によって lumpy な投資行動の一部が制約されている可能性があることが示唆される。

第2論文の嶋恵一「内部資金と投資—法人企業統計による企業規模別分析—」では、零細企業から大企業までを含む法人企業統計調査の個票データを利用することにより、投資と内部資金 (=流動性負債を控除したネットの流動性資産) との関係、そして企業規模による外部資金費用の違いと投資との関係に関する実証分析を試みる。その結果、投資と内部資金との間にU字型の関係が確認され、その点において、米国や英国での企業データを用いた先行研究の実証結果と一致したとする。

一方、投資関数の推定結果からは、内部資金が正の場合において企業規模が小さいほど投資が増加する固定効果が確認され、小規模企業ほど外生的な流動性制約が強まり、投資が抑制されることを想定する従来の考え方と対立する実証結果を得る。さらに、短期融資比率や債務超過との情報は投資に対して統計的に有意な効果を有し、その効果の大きさと企業規模との間に密接な関係が確認され、また、外部資金費用の企業間格差を説明する上で、資本市場における優良な借り手の識別が重要であることが示唆される。

折原正訓による第3論文「2008年金融危機における上場企業と非上場企業の設備投資」では、2008年の金融危機時に国内企業の設備投資が大幅に減少したのを受けて、株式上場の有無に代表される資金調達環境の異質性がどの程度関与したのかに焦点を当てて、金融危機における設備投資動向を分析する。すなわち、法人企業統計調査の四半期別調査を用いて投資関数を推定した結果、上場企業の設備投資の減少幅は非上場企業に比べて小さかったことが明らかになる。その背後にある要因として、2009年

における上場企業の公募増資および2008年前半から翌年前半にかけての上場企業における銀行依存度の上昇があったこと、および借入余力があった企業間の比較においてほど、上場企業の設備投資減少幅は非上場企業に比べてより明確に小さかったことが示される。

本論文の結果は、上場企業における資金調達上の便益は、金融危機など資金供給チャンネルへの強いショックが起きた際にとりわけ顕在化することを示唆している。著者が総括するには、2008年金融危機において日本の金融システムは設備投資水準の維持に積極的な役割を果たしたと評価できる、としている。

外木暁幸・外木好美による第4論文「企業別R&D投資の計測とMultiple q —日本の上場企業に関する資本財別投資行動の分析—」では、日本の上場個別企業のR&D投資とストック系列を作成し、さまざまな有形固定資産とともに、その投資行動をTobinの q 理論に基づいて分析する。すなわち、基本的には中村純一・外木好美・浅子和美による第1論文と同様のMultiple q モデルによる投資関数を推計するが、R&Dを新たな投資財として加えることにより、投資関数推計のパフォーマンスが改善するのを確認する。作成されたデータによると、R&Dストックのシェアは資本財の内の約4分の1以上を占める。R&D投資を考慮することで、計算される平均 q の上方バイアスが改善され、調整コストのパラメータが正の値で有意に推計される資本財の数が増加し、さらに決定係数も大きくなる。しかしながら、R&D投資を考慮してもなお、redundantな変数（キャッシュフロー比率と有利子負債比率）が有意に説明力を持ち、調整コストのパラメータの推計値を資本財別にみると、特にR&D投資がその他の無形資産の蓄積と大きな関わりをもっていることが分かったとする。

成長会計の国際比較から、「日本の経済成長には、有形固定資産よりも無形資産の蓄積を重視した政策の実行が望ましい。少なくともR&Dに関しては、財務諸表上で捕捉が可能と

なっており、投資減税等の促進政策を打てる素地がある。R&D投資を促進する経済政策は、R&Dだけを実行ターゲットとしているが、無形資産全般の蓄積を重視した政策へとつながっている可能性が示唆された」との提言に至っている。

第5論文の川上淳之「多角化企業と生産性」では、法人企業統計の個票データを用いて、企業の多角化を概観するとともに、多角化を行っている企業と非多角化企業との全要素生産性の比較を行う。法人企業統計では、売上高を記入する項目に複数の業種（日本標準産業分類における中分類）を記載する箇所が設けられており、本業の業種と兼業の業種を把握することが可能になっている（ただし、売上高は本業の業種に沿って、企業全体の売上高のみ収録）。そのことを利用した調査結果としては、2003年から多角化企業のシェアが大きく低下し、製造業よりも非製造業で多角化されている傾向、専門的な業種では多角化がされていない傾向がみられる。また、不動産・物品賃貸業、卸売・小売業に多角化されており、製造業では製造業内の多角化が顕著であったとする。

従来の多角化に関連した先行研究では、詳細な製品の分類における参入と退出の分析を行ったものがあるが、製造業内の転換のみを扱っているという制約があった。また、先行研究の多くは多角化が企業の成長を促すとしているが、それには企業の経営資源と本業における専門性が重要な役割を果たす。多角化を行っている企業は単業種の企業と比較して生産性の水準は低いものの、長期的には生産性が上昇するという結果が得られ、その上昇幅は経営部門が大きい企業で大きいのが、非製造業が製造業に多角化している場合には生産性を低下させている、と指摘する。

安藤浩一・松本和幸・松本ゆかりによる第6論文「負債を利用する法人企業の経営成果について」では、負債を利用する企業の経営成果である成長性や安定性について、長期に渡る法人企業のデータに基づき、計測を行う。その結果、

負債を利用する度合いが低いほど、企業の成長性（売上高及び総資産）が高い傾向が見られる。関係が見られない場合もあるが、逆の関係は観察されなかった、とする。負債割合と成長性の間の負の関係に対して、負債割合と安定性（赤字確率）については、製造業では負の関係が確認され、非製造業では関係が見られなかったとしている。企業の規模別には、中堅企業よりも大企業の方がこれらの関係が明確になる。

こうした一連の結果から得られる含意は、企業の成長性が高い場合に、負債の利用が高まり安定性が損なわれるとは必ずしも言えない、ということである。負債の利用可能性が制約となって成長が抑制される状況ではなく、成長が確保される場合には負債の利用の度合いが低く抑えられることが示唆される、と結論する。

第7論文の橋本由紀「企業業績からみた労働分配率」では、法人企業統計の個票データから作成したパネルデータ（1994-2013年、資本金10億円以上）を用いて、企業の付加価値配分、特に労働分配率と企業業績の関係を分析する。労働分配率は、同年の売上高が高まった場合には抑制されるが、遅れての高まりも観察されたことから、企業は人件費の調整の遅れに対し、

異時点間で分配調整を行っていた可能性があるとする。産業別・売上高平均成長率別に企業を分けた分析では、製造業企業において、成長率を問わず、同年売上高の増加が労働分配率を低下させる効果が観察される。製造業企業や低成長企業では、総人件費に占める固定的費用の割合が高く、人件費の調整余地が小さいため、売上高の増加によって付加価値が高まるにつれて、労働分配率が低下する。一方、非製造業の高成長グループでは、売上高の増加時に労働分配率は抑制されず、付加価値の増加に応じて直接雇用労働者の人件費も増加させていた。このグループの企業では、人件費、配当、内部留保のいずれの費目に対しても付加価値の増加に応じた配分を行うことで、それぞれの分配率を保っていたと推察されるという。

本論文のパネルデータは、企業の成長率に注目したことから、観測値が相対的に安定的な値をとる資本金10億円以上の企業に限られたものになっている。その選択が理解できないわけではないが、法人企業統計の利点でもある多くの中小企業のデータからの情報が未利用のままになっており、将来的には企業規模別の比較も待望されよう。