

## 日本企業の付加価値の分配に関する長期的考察

～生み出された付加価値が労働、資本にどのように分配されてきたか～

御 園 一

### 【要約】

本稿においては、法人企業統計を活用し、付加価値が労働と資本にどう分配されてきたかを中心に分析、考察を行った。

企業は一般に人件費をより安定化させる政策を採っているが、特にその傾向は大企業、製造業で強く、中小企業ではそうでもないことが実証分析の面からも明らかとなった。資本への分配では、2000年頃までの役員賞与、配当金の安定的分配とは異なり、近年では同項目の高止まりや振幅の大きさが確認され、企業の資本への分配政策に変化が生じていることがわかった。

また、配当金、役員賞与と当期純利益の関係では、当期純利益が増加すれば配当金、役員賞与ともに増える関係にあるが、当期純利益がある水準を越えた際、配当金は急増する傾向にあるが役員給与とはそうではなかった。規模別では、大企業ほど当期純利益の変化に敏感に配当政策を行っており、年代別では、85年以降ははっきりした傾向はつかめなかった。85年以降の当期純利益と配当金、役員賞与の関係の有意水準、係数を含めた複雑な動きは、付加価値額と労働分配率の関係が有意水準や係数も含め年代を問わず比較的安定していたのとは対照的である。

更に、内部留保の運用という観点からは、バブル期の社内留保の増大が、有価証券や土地投資に結びついたとはいええないこと、株価、地価が「設備投資」や「無形固定資産」に影響を与えている

ことから、株価や地価の上昇・低下を景気の強弱のシグナルと捉え、設備投資や無形固定資産投資の判断材料としていることの表れかもしれないことがわかった。ただし、この点に関しては、社内留保と各運用項目の相関係数がそもそも低く、株価や地価の影響が「その他の有価証券」や「土地への支出」などへもほとんど見られないなど、推計が適切かつ十分に行われたとは言いがたい。今後の課題としたい。

### 【研究動機】

バブル崩壊後、90年代の雇用、設備、債務の「3つの過剰」の解消や正規労働から非正規労働への移行などの企業の努力、企業関連の税率引き下げや日銀の緩和的な金融政策、及び中国を始めとする新興国を中心とした世界経済の成長といった外部の好条件などが相まって、途中、アジア通貨危機やリーマンショックなどのショックはあったにせよ、戦後最長の景気拡大期（以下「いざなぎ景気」<sup>1)</sup>）を経験するなど、企業業績は改善傾向にあった。他方、改善傾向にある企業業績とは裏腹に個人消費は低調に推移、消費者を取り込むための90年代の価格競争がデフレの発端となり、そこからの脱却が現在まで続く日本経済の最重要課題となっている<sup>2)</sup>。

1) 第14循環のうちの02年第1四半期～08年第2四半期部分。

2) 内閣府は、デフレ宣言を2001年3月、2009年11月に行った。なお、2013年8月に「デフレ状態ではな

消費の低迷の背景には過去20年間の賃金の低迷があるが、企業活動の成果は、最終的には付加価値を生み出す2つの源泉、すなわち労働と資本に分配されることから、賃金の低迷は労働への分配が増えず、その分、資本への分配が増加していることを示している。特に、リーマンショック後は、人員削減も含めた賃金の低迷とともに、景気回復に伴い企業の膨大な内部留保や役員賞与の高額化が問題視されるようになってきているが、これはまさに、付加価値の労働への分配と資本への分配の対立に他ならない。

また、昨年来、閣僚が特定企業の名前を挙げて賃上げを促し、経済財政諮問会議でも企業収益を賃金上昇につなげる対策が議題となり、2014年4月に予定される消費増税への配慮もあり賃上げを行った企業への減税も予定されているなど、政府内でも企業収益と賃金の関係が注目されるようになってきた。

このように、企業の生み出した付加価値がどう分配されるべきかという問題は、日本経済における最重要課題の1つであり、労働分配率や配当政策など、労働と資本への分配を分析した先行研究は過去からの蓄積も含めて数多い。ただし、賃金や配当金各々の詳細な分析を行っている研究は多いが、労働への分配と資本への分配双方、及び資本への分配の象徴となっている内部留保を合わせ長期的な視点から分析した研究はそれほどもなく、更に政府の基幹統計の1つであり1960年からの詳細なデータが採れる「法人企業統計」を利用したもの数少ない<sup>3)</sup>。そこで、本稿においては、「法人企業統計」を活用して、企業の生み出した付加価値が労働と資本にどのように分配されてきたかを中心に、長期的な視点から確認していくこととする。

くなりつつある」としている。

<sup>3)</sup> 山田、戸田、村上(2009年)も、内部留保に関する先行研究は多くない旨の指摘をし、先例として原田、日野(2002)を紹介している。

## 【本稿の構成】

本稿においては、【研究動機】に従い、「1節. 先行研究のサーベイ」において関連する先行研究の紹介を行い、「2節. 付加価値の推移」において付加価値全体の長期的な推移を概観する。「3節. 付加価値の分配」において、付加価値が労働と資本にどのように分配されてきたかを確認した後、「4節. 労働への分配」において人件費の動きを労働分配率の推移や付加価値との関係で確認する。

「5節. 資本への分配」において、利益処分額(=当期純利益)を資本への分配と捉えて、推移や当期純利益とその内訳である配当金などとの関係を確認し、「6節. 内部留保の運用」において、内部留保の運用についてフローである社内留保の動きに焦点を当てることとする。最後に「7節. 結論と今後の課題」でまとめを行う。

なお、データの加工方法などについては各所で説明するが、本稿においては基本的に「法人企業統計」(財務省財務総合政策研究所)の年次データを利用する。よって、本稿でいう「付加価値」や「当期純利益」などは全て「法人」企業のものであると同時に「法人企業統計」上の定義によるものであることを付記しておく。

## I 先行研究のサーベイ

### (1) 「原田、日野(2002年)」の紹介

まず、本稿と概ね同様の問題意識を持ち、「法人企業統計」を活用して日本企業の利益分配について包括的に分析した「原田、日野(2002年)」によれば、

労働分配率(人件費/付加価値)は、傾向的に上昇しており、製造業・非製造業別では非製造業の労働分配率が高い水準にあったが、80年代半ばから90年代にかけて製造業の水準がやや高くなった。このような動きの背景としては、製造業の資本労働比率の上昇が停滞し、非製造業で上昇

し、製造業の資本への分配が減少したことがある。

日本の企業においては利益と配当との関係が弱い。60年代前半においてはその関係がやや強かったが70年代以降低下し、現在においても低い。利益と役員賞与との相関はさらに弱く、大企業においては、利益が減少すると賞与が増加するという関係すら存在し、90年代の後半においてもその関係は変わっていない。資本金1億円未満の企業においては、時期によって利益と役員賞与との関係が強い時期があったが、なぜそうであったかは必ずしも明らかではない。

利益処分として企業内部に留保された資金がどのような用途に支出されたかを決定することは困難であるが、内部留保と運転資金との相関がもっとも高かった。バブル期には「その他の資金運用（現金・預金、有価証券、その他の投資）」に向けた支出が増大したがそれは、内部留保の増加が有価証券への投資を誘発したのではなく、株価の上昇が有価証券への投資を招いたと考えるべき可能性が高いことが示唆された。と考察している。

## （2）分野別の先行研究の紹介

「原田、日野（2002年）」は、日本企業の利益分配について包括的に分析していたが、ここでは分野別の先行研究の紹介をする。

### ① 労働への分配

須合、西崎（2002年）では、1960年代以降における労働分配率について、上昇トレンドを持ち景気循環を背景に変動しているとし、分配率の趨勢的変動が定常状態への移行動学過程を、短期的な変動が移行動学過程からの短期的な乖離の調整過程を反映しているとの観点から実証分析を行い、第1次石油ショック（以下、石油ショック）後の分配率の急激な上昇は、中期的な均衡労働分配率の上方シフトを伴うものであったが、90年代の上昇はそうではなかったなどの結論を得ている。

内閣府（2008年）では、IMF（2007年）による1980年代から2000年代初めまでを対象とする労働分配率の低下は世界的な傾向とし、技術進歩と労働のグローバル化がその要因であるとの分析を紹介し、日本の労働分配率は90年代前半に高まり、2001年まで概ね横ばい、2002年以降の景気回復期には低下傾向とした上で、2002年以降の労働分配率の低下には、グローバル化の中での輸出関連製造業の労働生産性の上昇が大きく寄与していると分析している。また、賃金に関しては、輸出関連製造業は好調期にはボーナス形式で従業員に還元していたが、非製造業は収益を確保するため、ボーナスも含め賃金抑制の姿勢であったこと、パートタイム労働者、非正規労働者の増加や団塊世代退職の影響に着目している。

山田、戸田、村上（2009年）では、バブル期と比べ、前回景気回復期（2002～07年）には賃金が抑制されたとの問題意識に立ち、製造業大企業の賃金は従来に比べて経常利益率の改善ほどには改善されなかったこと、この賃金の下方乖離には、グローバル化の下で淘汰されまいとする企業が非正規化などにより人件費抑制を図ったことの影響が見られること、輸出主導型で果実を得た大企業から中小企業への波及ルートが制約されていたことから、景気回復自体が力強さを欠くものとなっていたことなどをその要因として指摘している。

### ② 資本への分配（役員賞与）

役員賞与に関しては、櫻田（2003年）では、中小企業の役員報酬は法人税法規定による損金算入限度に影響されるが、バブル前後でその他の影響要因には変化が生じていることが指摘されている。また、大森、星野（2003年）では、役員賞与、役員報酬ともにバブル崩壊後に、企業の市場価値をより即座に反映するように変化してきているが、その傾向は役員賞与でより強いことが指摘されている。

中村（2012年）では、経営者報酬に関する研

究動向として、古典的エージェンシー理論では説明できない部分を説明する学説として、「報酬の高額化」は経営者が特権的な地位を利用して過剰な報酬を獲得している結果であり、「株式関連報酬の増加」は経営者のレント獲得のための手段として現金支給に比べて不透明な特性が利用されている結果であるとして経営者報酬の増加にネガティブな評価を与えているレント獲得説と、「報酬の高額化」は経営者の努力や競争の結果であり、「株式関連報酬の増加」は株主と経営者のエージェンシー問題の緩和を目的としたインセンティブ報酬導入の結果であるとして経営者報酬の増加にポジティブな評価を与えている市場競争説の紹介をしている。

### ③ 資本への分配（配当金）

配当金に関しては、小椋（1982年）では、（1980年前後の状況について）多くの企業での「安定配当政策」を指摘し、上場企業に対するアンケート調査でも同様の結果が得られたとしている。花枝（2002年）は「安定配当政策」を支持した上で、利益が減少した時にこの傾向がより強いと指摘し、配当金を高める要因として過剰なフリーキャッシュフローを抱える危険などを、低める要因として研究開発投資などの「戦略的投資」時における外部資金に比べた内部資金の有利性などを挙げている。

鶴崎（1995年）では、配当はラグを伴う利益変動により調整され、経営者は長期目標配当性向を達成するために時間を通して配当を安定化するように努めているとするLintnerモデルや、配当所得に対する税率に比べキャピタル・ゲインに対する税率が低いというキャピタル・ゲイン税の優位性から配当政策を考察する税ベースモデルなどを批判的に紹介した上で、統一的・包括的な実証可能な配当政策モデルはまだ存在しないとしている。

広田、山田（2006年）では、日本企業の2000年度のデータを実証的に検討し、「従業員の企業

特殊な投資が見られる企業ほど配当を抑制する」、「株主資本が必要な企業ほど配当を支払う」との仮説を概ね支持するとしている。

### ④ 内部留保

内部留保に関しては、山田、戸田、村上（2009年）では、原田、日野（2002年）と同様「内部留保が景気循環により増減する利益と固定的な配当等との残余としての性格を持つ」としている。その上で、前回景気回復期（2002～07年）とバブル期を比較し、内部留保の割合がバブル期に比べ大幅に大きくなっている訳ではないが、株主への分配が大幅に増えていることを考えると、「残余」としての動き方をする内部留保には動きがやや非弾力的であり、前回景気回復時は人件費による調整がなされたことが伺われるとしている。運用に関しては、社内留保はあまり減少していない反面、設備投資はバブル期の1/4と大幅に減少していること、バブル期には資金不足であった企業部門が資金余剰部門となっていること、金融機関の海外証券投資がバブル期に比べ倍に増えていることなどから、内部留保を確保して財務体質強化に向かう企業、国内投資先を失い海外証券投資に向かう金融機関など、輸出を中心にもたらされた果実（内部留保）が国内の実需に波及しにくい構造となっている旨の指摘をしている。

## II 付加価値の推移

本節においては、付加価値の分配をみていく前段階として、付加価値全体の長期的な推移を概観する。

付加価値は、人件費、営業純益、租税公課、動産・不動産賃貸料、支払利息・割引料に分けられるが、図表1は内訳も含め付加価値の推移を表したものである。なお、人件費を労働への分配、そ

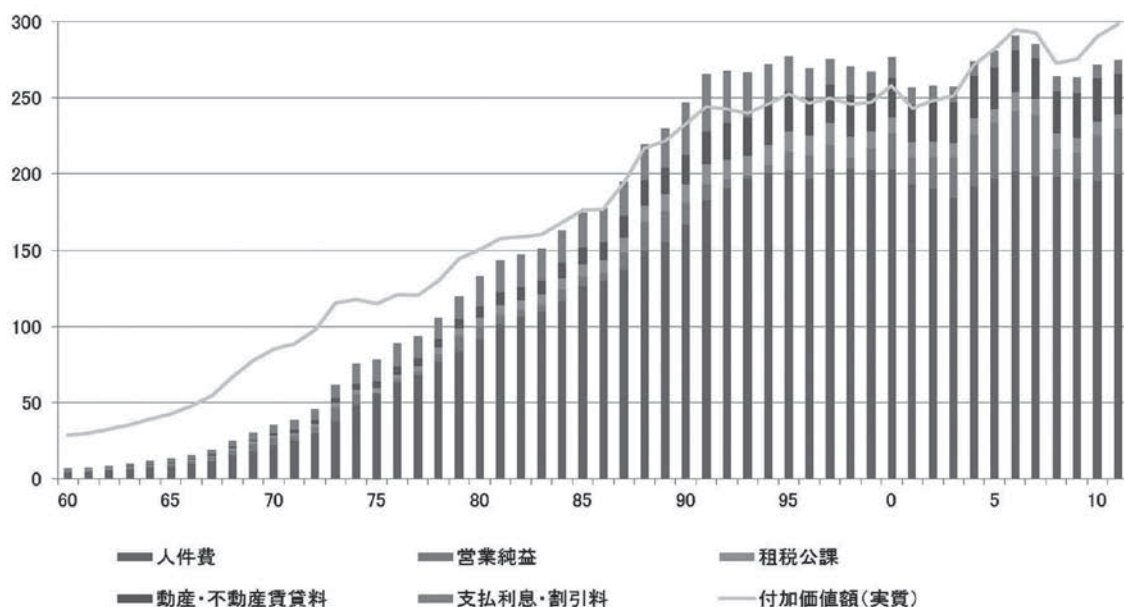


図1 付加価値額の推移（項目別、兆円）

の他を資本への分配と整理することができる<sup>4)</sup>。

図表1によれば、付加価値は、70年代前半の石油ショックまでは付加価値の大部分を占める人件費を中心に順調に伸びてきた。その後は伸び率が鈍化し、90年代前半のバブル崩壊後は実質値では90年比で50兆円程度伸びたものの、デフレの深刻化により名目値ではあまり伸びておらず、ピークの06年でも90年比40兆円ほどの伸びにとどまっている。特に、付加価値の多くの部分を占める人件費をみると、バブル崩壊後は、200兆円を境に殆ど変化のない状態が続いており、ピーク時には実質で40兆円の伸びを記録した付加価値と比べても伸びの鈍化が著しい。

図表2は、付加価値の伸び（前年比、名目・実質）とGDP成長率（名目）の推移を表したものである。図表2によれば、付加価値の伸びの石油ショック後の鈍化とバブル崩壊後の低迷は明らか

であり、また名目値と実質値を比較すると、石油ショック時の物価高騰、その後の物価の落ち着き、90年代後半以降の「名実逆転」がよくわかる。

またGDP成長率（名目）と比較すると、概ね似通った動きをしているが、GDP成長率の振幅の方がより小さく、政府サービスや非法人企業など、法人企業以外のGDPに対する貢献が、景気を安定化させる方向に働いていることがわかる。なお、2000年代半ばには、付加価値は伸びているもののGDP成長率は低迷しており、企業業績の回復とは裏腹に実感なき景気回復といわれた「いざなぎ景気」の特徴とも合致している。

図表3は、産業別、規模別の付加価値の構成比の推移を表したものである。60年代から一貫して非製造業の構成比が伸び、直近には7割強を占めるに至るなど、経済のサービス化を確認することができる。中でも、製造業・中小企業の構成比の低下と、バブル崩壊までの非製造業・中小企業の順調な伸びとそれ以降の鈍化、バブル崩壊以降の非製造業・大企業の伸びが特徴的であり、日本のモノづくりの根幹を担ってきた中小製造業の苦

4) 租税公課は当期純利益にかかるものが大半であること、動産・不動産賃貸料は土地や建物、機械設備などにかかるものが大半であることから、ともに資本への分配とした。

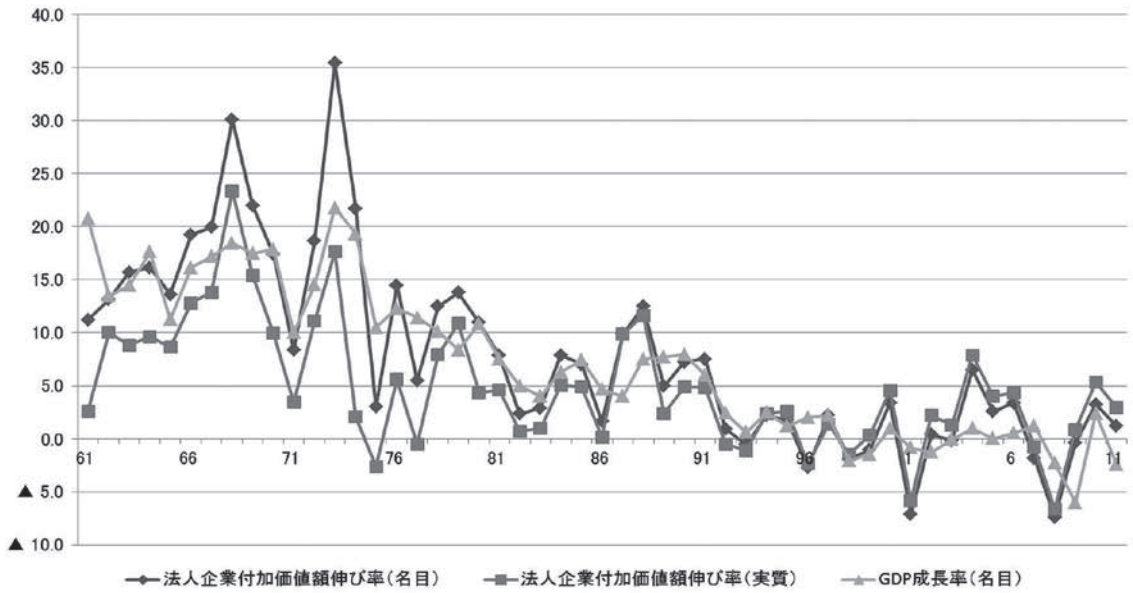


図 2 付加価値額の伸び率と GDP 成長率 (%)

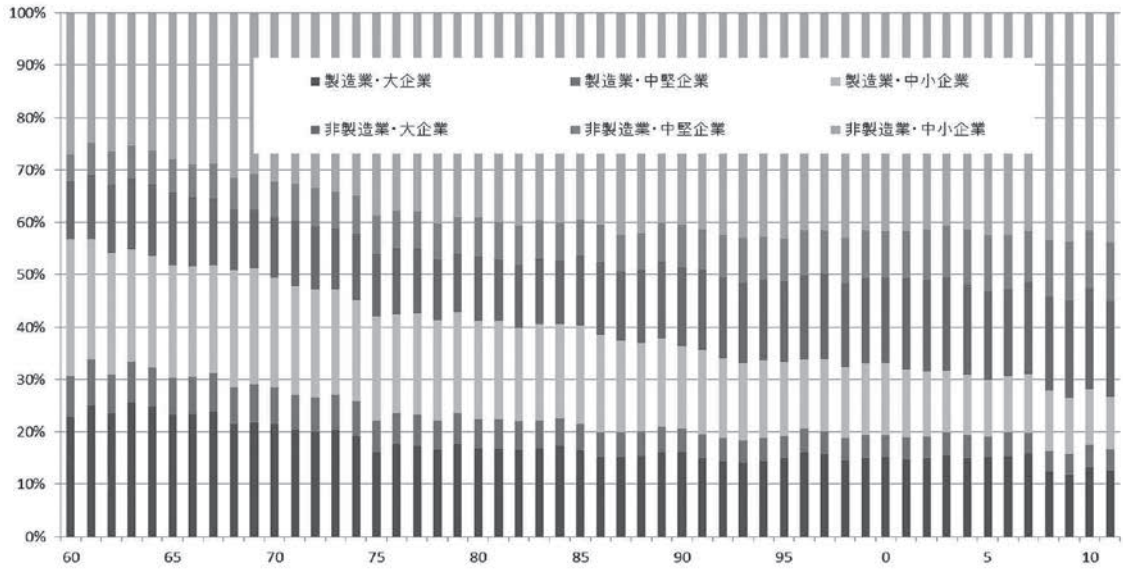


図 3 付加価値額構成比の推移 (産業別、規模別)

境や、バブル崩壊後の中小企業を中心とする中心商店街の衰退と大企業中心の郊外型大型小売店の

繁栄を伺うことができる<sup>5)</sup>。

<sup>5)</sup> 永濱 (2002) は、60 年以降、一貫して第二次産業の縮小と第三次産業の縮小していることを指摘すると

### Ⅲ 付加価値の分配

2節において、付加価値の順調な伸び、鈍化、停滞を確認したが、本節においては、付加価値が労働と資本にどのように分配されてきたかを確認する。なお、図表4、5、6は各々、全産業、製造業、非製造業（いずれも全規模）の付加価値構成比の推移を表したものである。

#### (1) 付加価値の労働と資本への分配

図表4によれば、付加価値の労働への分配率である労働分配率（人件費／付加価値）は、60年代前半の上昇傾向から後半は概ね60%前後で安定、石油ショック後に70%台に急上昇した後は、概ね70%弱から75%程度の幅に収まっている。

労働分配率が70%台を割った70年代後半、80年代後半、2000年代半ばは石油ショック後の安定成長期、バブル景気、いざなぎ景気と好景気であったのに対し、バブル崩壊後やリーマンショック後に75%近辺まで上昇していることから、付加価値の増加時に労働分配率が低下し、低迷時に上昇する、結果として人件費が安定するという状況になっている（人件費安定化政策）<sup>6)</sup>。ただし、安定成長期やバブル期に比べ、好景気とはいえ、いざなぎ景気は成長率などスケール感をはるかに小さかったことには注意する必要がある<sup>7)</sup>。付加価値があまり大きくなっていないのに、労働分配率が過去の好景気時に倣って低下しているということは、過去の好景気時とは異なり「安定化」というよりは人件費の減少という結果につながって

もに、中小企業の付加価値構成比変化について詳細に分析している。

<sup>6)</sup> 内閣府（08年）は、「労働分配率と景気の関係については、景気回復局面では賃金上昇が遅れ気味になるため労働分配率が低下し、景気後退局面では逆に労働分配率が上昇することが見て取れる。」としている。

<sup>7)</sup> GDP成長率（実質）の平均は、安定成長期（70年代後半）4.6%、バブル期4.8%、いざなぎ景気（02～07年度）1.7%。

いるのかもしれない<sup>8)</sup>。なお、付加価値の変化と人件費の関係、人件費の増減については4節で取り扱う。

付加価値の資本への分配である人件費以外の項目をみると、当然のことながら労働分配率とは逆の動きを示しているが、特徴的な動きとしては、負債の圧縮など企業の財務体質改善への努力によると考えられるバブル崩壊後の支払利息構成比の減少傾向や、60年代からの動産・不動産賃借料構成比の増加傾向、営業純益構成比の90年代半ばからの増加傾向が挙げられる。

#### (2) 製造業、非製造業の違い

図表5、6で製造業、非製造業の違いを確認するが、労働分配率に関しては4節で取り扱うため、ここでは人件費以外の項目について確認する。

全体の動きは(1)で既述の全産業の動きと概ね同様ではあるが、業種別の違いとしては、まず、動産・不動産賃借料構成比はバブル崩壊後、製造業では横ばいとなっているのに対して、非製造業ではバブル崩壊後も90年代後半までは増加傾向にあったことが挙げられる。図表3で確認した非製造業の構成比の増加も考えると、全産業での60年代からの動産・不動産賃借料構成比の増加傾向の背景には、非製造業の寄与が大きいことがわかる。動産・不動産賃借料は主として土地や建物、設備などの設備投資にかかるものと考えられることから、製造業と非製造業における設備投資の違いが表れている可能性が高い。この点については、4節で再考する。

また、営業純益構成比が製造業の方が一貫して高く、非製造業では石油ショック後、バブル期をはさんで90年代後半に至るまで非常な低水準で

<sup>8)</sup> 内閣府（08年）は、「伸び悩む賃金」と題した上で「2002年以降の景気回復の中で、企業収益が高水準で推移する中で労働分配率が低下した」としているが、ここでいう企業収益は付加価値ではなく、営業純益に近い概念であり、図表1と矛盾するものではなく、図表3とも整合的である。

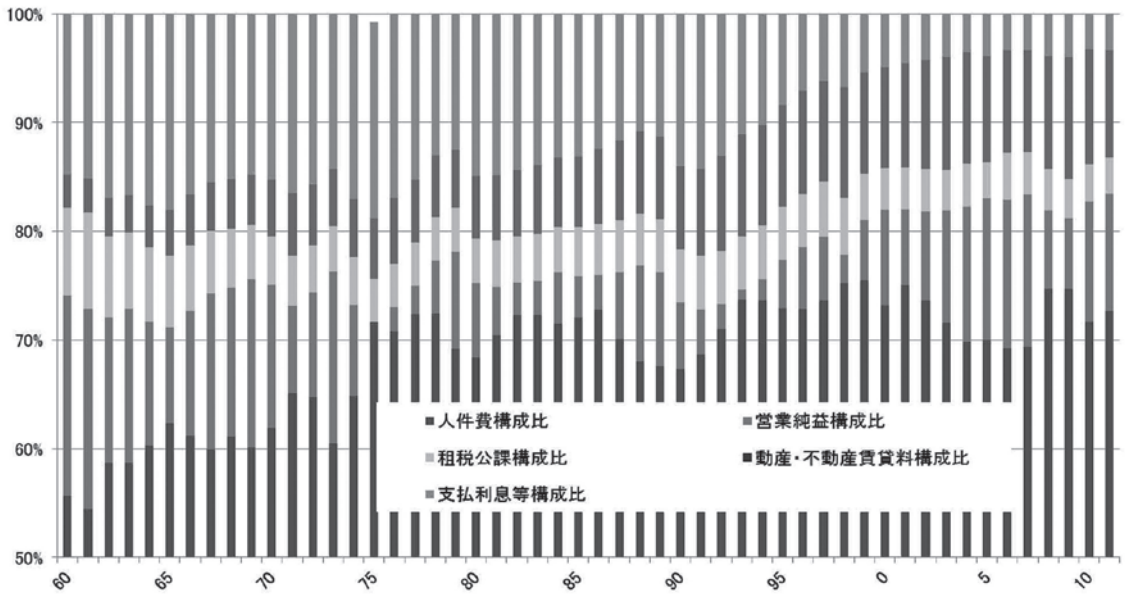


図4 付加価値額構成比の推移（全産業・全規模）

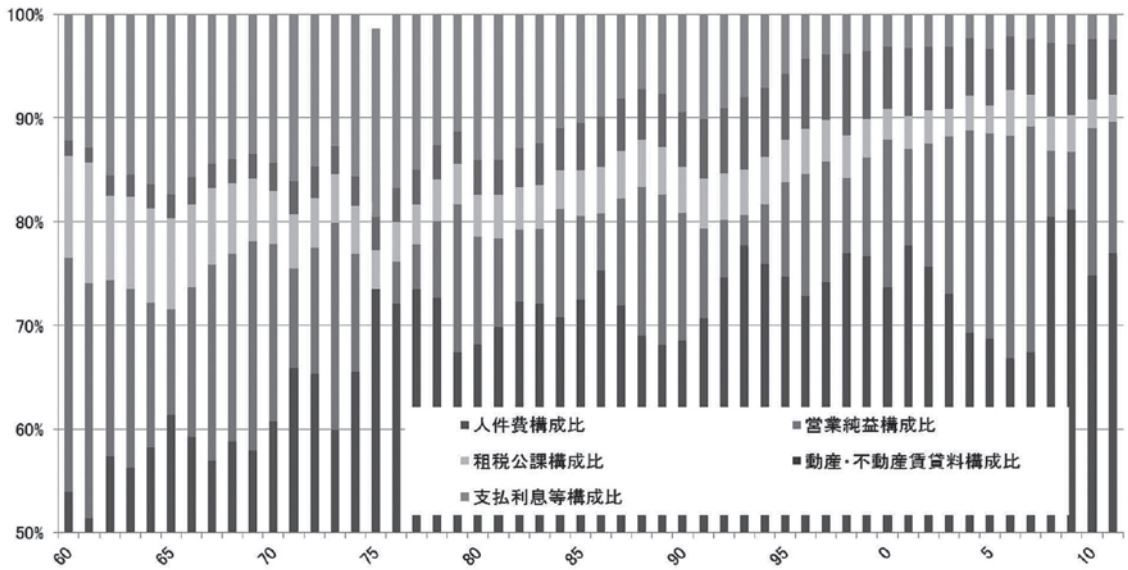


図5 付加価値額構成比の推移（製造業・全規模）

推移していることも特徴的である。

(小括)

付加価値の労働への分配を確認するために労働

分配率をみると、付加価値の増加時に労働分配率が低下し、低迷時に上昇する、結果として人件費が安定するという状況（人件費安定化政策）にある。資本への分配となる人件費以外の項目の特徴



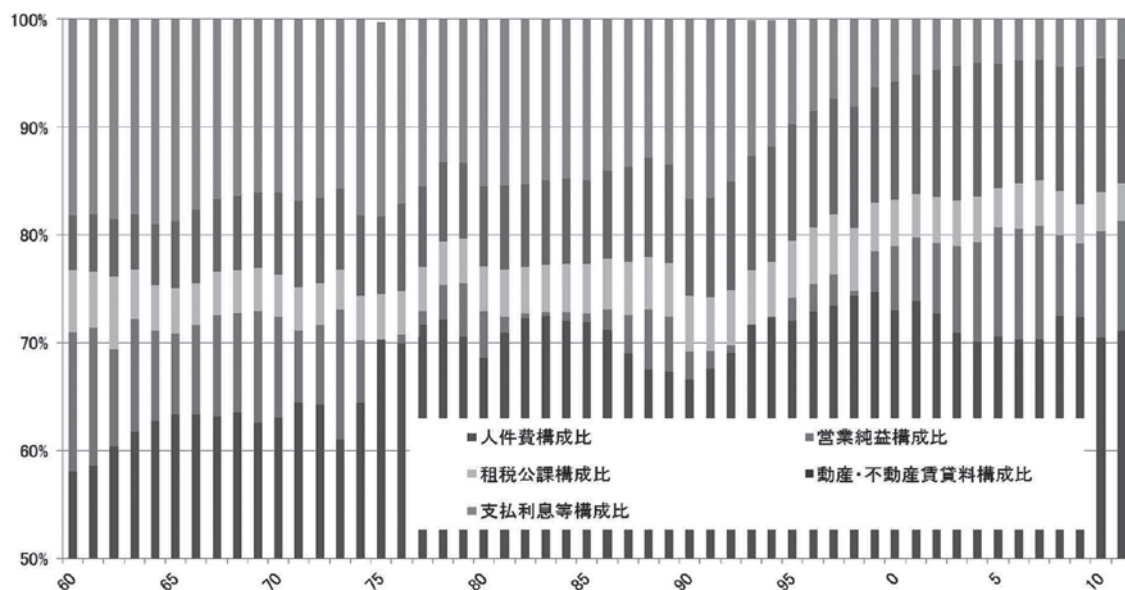


図6 付加価値額構成比の推移（非製造業・全規模）

としては、負債の圧縮など企業の財務体質改善への努力によると考えられるバブル崩壊後の支払利息構成比の減少傾向や、60年代からの動産・不動産賃借料構成比の増加傾向、営業純益構成比の90年代半ばからの増加傾向が挙げられる。

業種別にみると、全産業での60年代からの動産・不動産賃借料構成比の増加傾向の背景には、非製造業の寄与が大きい。動産・不動産賃借料は主として土地や建物、設備などの設備投資にかかるものと考えられることから、製造業と非製造業における設備投資の違いが表れている可能性が高い。

#### IV 労働への分配

3節において付加価値の労働と資本への分配を確認したが、本節においては、労働への分配、すなわち人件費について労働分配率の推移や付加価値との関係で確認する。

##### (1) 労働分配率の製造業、非製造業の推移

図表4によれば、付加価値の労働への分配率である労働分配率（人件費／付加価値）は、60年代前半の上昇傾向から後半は概ね60%前後で安定、石油ショック後に70%台に急上昇した後は、概ね70%弱から75%程度の幅に収まっている。

図表7は、製造業、非製造業別の労働分配率の推移を表したものである。労働分配率は双方ともに上昇傾向にあるが、製造業の方が急激に上昇しており、かつ変化が激しい。詳しくみると60年代には非製造業の方が高かったが、石油ショック後、逆転した。その後、70年代後半から80年代前半の概ね同などの時期と、2000年代前半の再逆転の時期を除けば、製造業の方が非製造業よりも高い。製造業の急激な変化の背景には、輸出製造業を中心に製造業の方が非製造業に比べ、為替や原油価格などの変動やアジア通貨危機やリーマンショックなどの急激な外的変化を受けやすいことが考えられる。

また、製造業の労働分配率の急激な上昇の背景を考えるにあたり、労働分配率の分子である人件

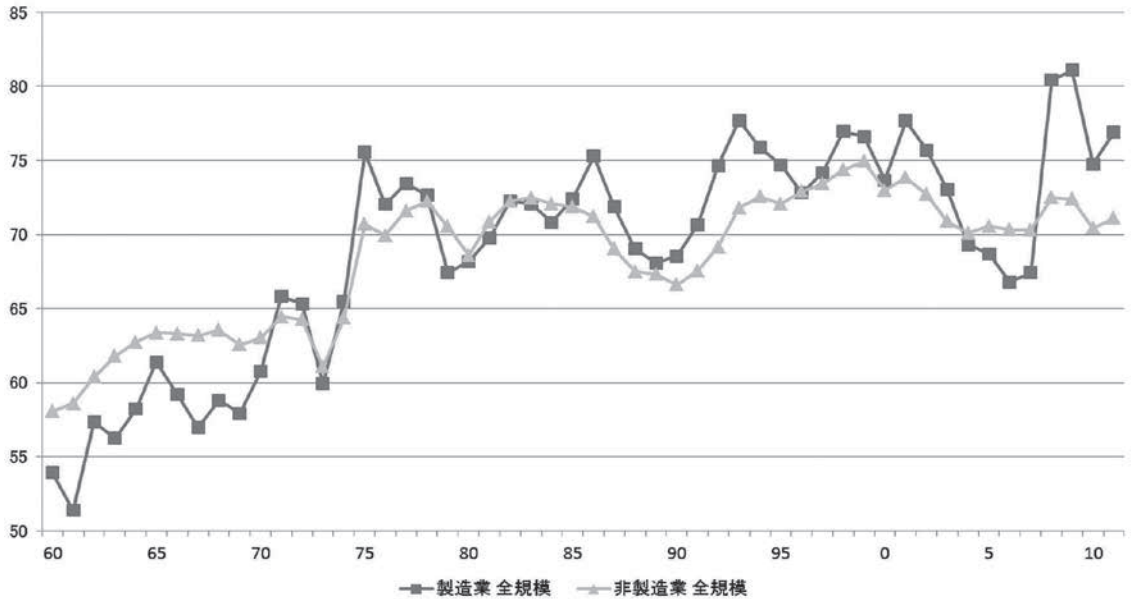


図7 労働分配率の推移 (産業別、%)

費の裏側に存在する資本への分配は受け手である資本の大小により左右されるであろうことから、製造業、非製造業別に資本労働比率（有形固定資産／従業員数）を表した図表8について検討する。資本労働比率は、70年代後半までは概ね同様、80年代から2000年代前半までは非製造業が高かったが、90年代半ば以降、製造業では概ね横ばいであったのに対し、非製造業では下降したことから2000年代半ばに逆転している。

(参考1)によれば、70年代後半までの製造業、非製造業の資本労働比率の順調な上昇は、ともに従業員数の増加を大きく上回るペースで有形固定資産が増加したことによるものであり、80年代半ばからの非製造業の資本労働比率の高まりは、主として非製造業における有形固定資産の増加によるものであった。また、90年代半ば以降の非製造業の資本労働比率の下降、製造業との逆転は、主として従業員数の変化の違いによるものである。図表8、(参考1)の検討結果は、図表7の動きと概ね整合的であるといえる。

なお、製造業、非製造業の有形固定資産のピー

クは概ね95年であり、以降、非製造業に比べ、製造業の有形固定資産が大きく減少している。動産・不動産賃借料は主として土地や建物、設備などの設備投資にかかるものと考えられ、設備投資のストックが有形固定資産となることから、3節(2)で既述の「動産・不動産賃借料構成比はバブル崩壊後、製造業では横ばいとなっているのに対して、非製造業ではバブル崩壊後も90年代後半までは増加傾向にあった。」と概ね、整合的といえるであろう。

(参考1) 年代別の変化率 (産業別、年平均、%)

	有形固定資産		従業員数	
	製造業	非製造業	製造業	非製造業
60～80年	44.2	66.4	2.5	7.3
80～95年	8.5	18.2	0.7	3.5
95～11年	▲1.5	▲0.9	▲1.3	1.5

## (2) 労働分配率の規模別の推移

図表9は、規模別の労働分配率の推移を表したものである。図表9によれば、労働分配率は規模

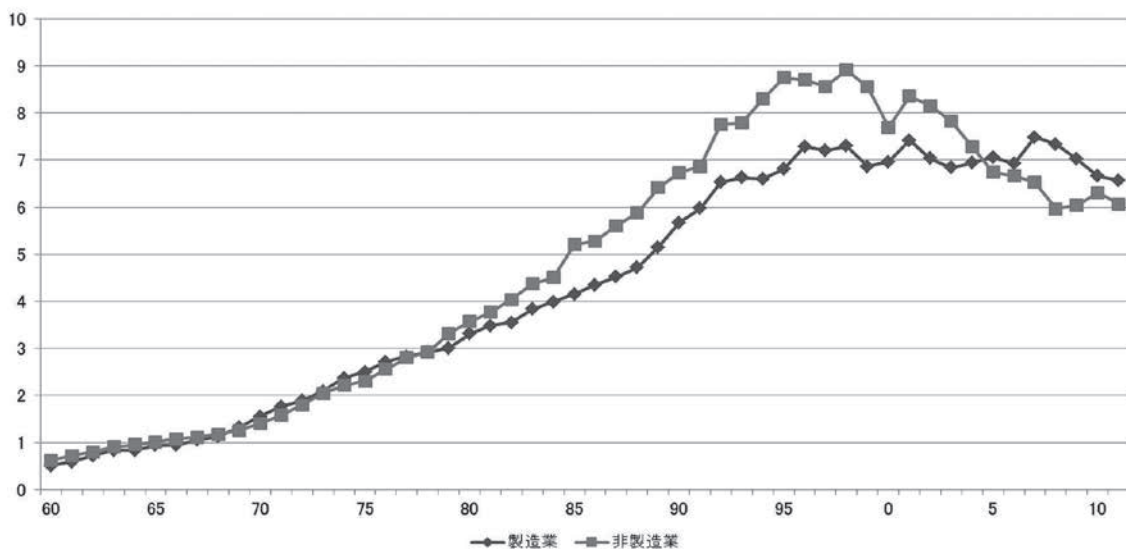


図8 資本労働比率の推移（産業別、100万円）

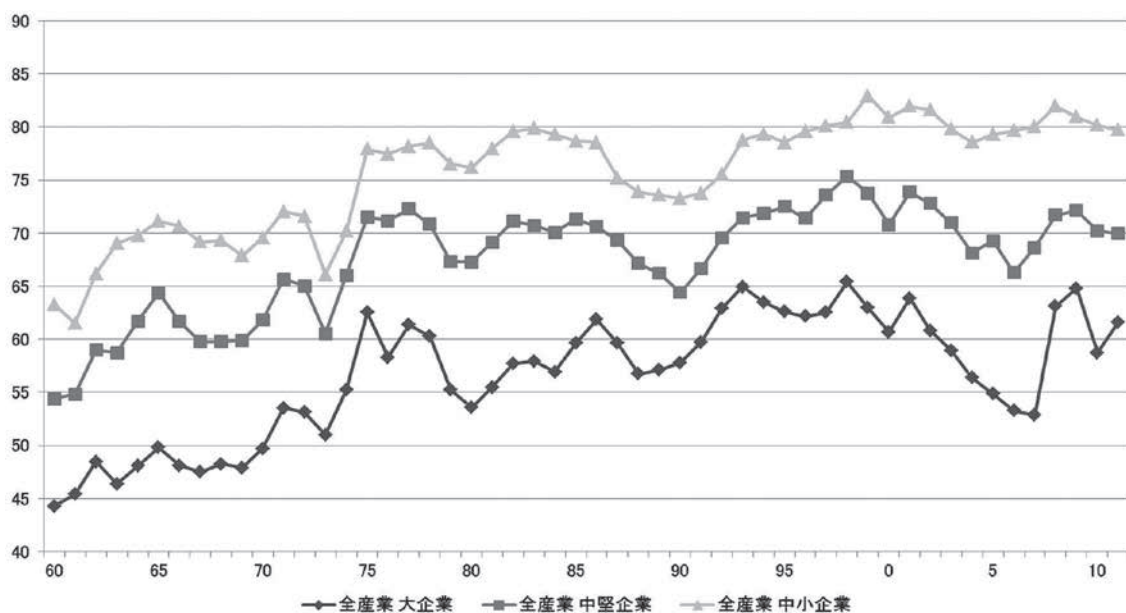


図9 労働分配率の推移（規模別、%）

を問わず上昇傾向にあるが、全期間を通じて中小企業が最も高く、次いで中堅企業、大企業の順である<sup>9)</sup>。大企業は、60年代の50%未満から、石油

ショック後急上昇し、その後2000年代初めまでは上昇傾向にありながらも55～65%で安定的に

<sup>9)</sup> 法人企業統計の定義に従い、大企業は資本金10億

円以上、中堅企業は1億円以上10億円未満、中小企業は1000万円以上1億円未満の法人企業である。

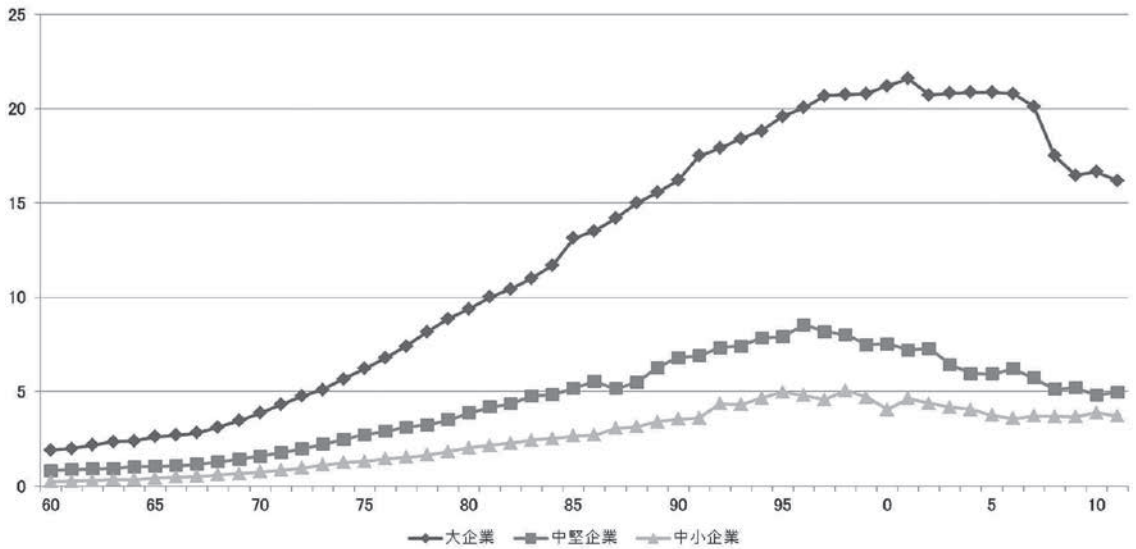


図10 資本労働比率の推移（規模別、100万円）

推移、2000年代に入ると50年代前半まで急落し、08年以降急上昇している。中堅企業、中小企業の労働分配率も数値のレベルは高いものの、2000年代初めまでは概ね同様の動きをしている。2000年代に入ると、中堅企業では大企業と同様の動きが変化幅のより少ない形で現れ、中小企業では80%前後で概ね横ばいという動きを示している<sup>10)</sup>。

労働分配率は、付加価値の労働と資本への分配の相対的な関係で決まるものであることから、労働と資本の大小関係を規模別にみるため、規模別に資本労働比率（有形固定資産／従業員数）を表

した図表10について検討する。図表10によれば、資本労働比率は全期間を通じて大企業が最も高く、次いで中堅企業、中小企業の順となっている。これは、資本に比べ相対的に労働が大きければ、労働に対する対価も大きくなると考えられることから、労働分配率の大小とも整合的である。次に、資本労働比率の経年的な動きをみると、大企業では2000年代初めまで順調に上昇し、以後は横ばい、2000年代後半には急落している。中堅企業、中小企業では、順調な上昇が90年代半ばで止まり、以降は特に中堅企業で大きく下降している。

（参考2）によれば、80年代後半までの規模に共通した資本労働比率の順調な上昇は、従業員数を大きく上回るペースで有形固定資産が増加したことによるものであり、90年代前半もペースは鈍化したものの同様である。95年以降の資本労働比率の動きが大企業と中堅企業、中小企業で異なっているが、これは、有形固定資産の減少が始まったのが大企業では2000年以降であったのに対し、中堅企業、中小企業では95年以降であったこと、従業員数が大企業では95年以降減少

<sup>10)</sup> 2000年代の動きの違いに関しては、山田、戸田、村上（09年）も同様の指摘をし、製造業大企業を中心に、その理由を非正規化による人件費削減、外国人株主比率の上昇という株主保有構造の変化が賃金への分配を抑制したと分析している。

また、内閣府（08年）は、大企業では人件費を従業員数、1人当たりの賃金の両方から抑制し、中堅企業、中小企業では従業員数は増加したものの、1人当たりの賃金を抑制したと分析し、その背景として業績連動型への賃金体系の変化、非正規労働者等の増加、団塊世代の退職を挙げている。

（参考2）年代別の変化率（規模別，年平均，％）

	有形固定資産			従業員数		
	大企業	中堅企業	中小企業	大企業	中堅企業	中小企業
60～90年	77.8	70.4	106.9	6.3	5.6	4.1
90～95年	6.2	6.0	10.9	1.7	2.3	1.9
95～00年	0.7	▲0.3	▲2.8	▲0.9	0.7	1.2
00～05年	▲0.8	▲0.4	▲0.6	▲0.5	4.9	1.0
05～11年	▲2.2	▲2.4	▲0.9	2.0	0.3	▲0.8

しているのに対し、中堅企業、中小企業では同時期も増加していたことによる。また、大企業の資本労働比率の2000年代後半の急落は、有形固定資産の減少と従業員数の増加が同時期に起こったことによるものであることがわかる。

### （3）付加価値の変化と労働分配率の関係

付加価値の一部が労働へ分配されることから、付加価値が変化すれば当然、労働への分配、更には労働分配率も変化することとなる。(1)で既述の「人件費安定化政策」の確認も含めて、付加価値の変化に対する労働分配率の弾性値を推計、整理したものが図表11である。

推計方法は以下の通り。

(イ) データの加工：法人企業統計のうち、継続的なデータの取れる業種、或いは簡単な加工により継続性を持たせられる業種計23業種を、5年ごとのパネルデータとする<sup>11)</sup>。

(ロ) 推計式：被説明変数を労働分配率の変化(前年差，％)、説明変数を付加価値の変化(前年比，％)として単回帰分析を行う。

(ハ) 付加価値の平均成長率、人件費の平均成長率は、期間内の前年比の単純平均。

### ① 全期間に関する考察（61～11年）

全期間の弾性値は、属性に関わらず、全て負であり有意水準も高い。例えば、全産業・全規模でいえば、結果は付加価値が1％増加すれば労働分配率が0.13％下降、付加価値が1％減少すれば労働分配率が0.13％上昇することとなる。つまり、付加価値の増減と労働分配率の増減が反対の動きを取ることによって、人件費（付加価値×労働分配率）がより安定的に推移することとなる。このことは「人件費安定化政策」が実証的に説明されたことを意味する。

規模別でみると、大企業、製造業」の弾性値が大きく、次いで中堅企業、中小企業の順となっていることから、大企業、製造業により強く人件費を安定化させる動きがあったといえる。

### ② 産業別、規模別の考察

産業別にみると、特に非製造業の弾性値は大きく変化しているが、マイナス幅の66～70年から71～75年への拡大と、01～05年から06～11年への拡大は製造業、非製造業ともに共通している。71～75年は石油ショック、06～11年はリーマンショックとともに外生的な大きなショックに見舞われた時期であり、これらの時期の急落は、大きなショック時に企業が、より「人件費安定化政策」を強めたことを意味する。また、非製造業の弾性値は変化が大きい、概ね製造業よりもマイナス幅が小さく、製造業の方がより、「人件費安定化政策」の傾向が強いといえる。

規模別でみると、弾性値のマイナス幅は、大企

<sup>11)</sup> 具体的には、食料品製造業、繊維工業等、パルプ・紙加工品製造業、化学工業、窯業・土石製品製造業、鉄鋼業、非鉄金属製造業、金属製品製造業、汎用機械器具製造業等、電気機械器具製造業、自動車・同付属品製造業、その他の製造業（以上、製造業）、農林水産業、鉱業、建設業、電気業、ガス・熱供給・水道業、陸運業、水運業、卸売業、小売業、不動産業、サービス業（以上、非製造業）

表11 付加価値額の変化に対する労働分配率の弾性値

付加価値額（前年比）→労働分配率（前年差）

年度		全産業				製造業	非製造業
		全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	全規模
全年度 (61～11)	係数 有意水準	▲ 0.13064 ***	▲ 0.20110 ***	▲ 0.10691 ***	▲ 0.09064 ***	▲ 0.17158 ***	▲ 0.09756 ***
61～65	係数 有意水準	▲ 0.04310 ***	▲ 0.06704 ***	▲ 0.03599 **	▲ 0.03772 -	▲ 0.05900 **	▲ 0.02821 *
66～70	係数 有意水準	▲ 0.04944 ***	▲ 0.01888 -	▲ 0.14738 ***	▲ 0.04121 -	▲ 0.05509 *	▲ 0.04851 ***
71～75	係数 有意水準	▲ 0.22404 ***	▲ 0.21142 ***	▲ 0.24593 ***	▲ 0.21215 ***	▲ 0.29966 ***	▲ 0.12203 ***
76～80	係数 有意水準	▲ 0.24565 ***	▲ 0.32681 ***	▲ 0.20516 ***	▲ 0.16332 ***	▲ 0.25211 ***	▲ 0.23734 ***
81～85	係数 有意水準	▲ 0.15989 ***	▲ 0.24222 ***	▲ 0.08059 **	▲ 0.17222 ***	▲ 0.23149 ***	-0.083577863 ***
86～90	係数 有意水準	▲ 0.14008 ***	▲ 0.34829 ***	▲ 0.04777 *	0.14509 -	0.03230 -	▲ 0.23062 ***
91～95	係数 有意水準	▲ 0.18052 ***	▲ 0.44403 ***	▲ 0.11085 ***	▲ 0.15900 ***	▲ 0.20386 ***	▲ 0.15585 ***
96～00	係数 有意水準	▲ 0.18695 ***	▲ 0.34373 ***	▲ 0.12449 ***	▲ 0.16906 ***	▲ 0.16999 ***	▲ 0.20295 ***
01～05	係数 有意水準	▲ 0.14861 ***	▲ 0.25518 ***	▲ 0.14828 ***	▲ 0.05243 -	▲ 0.21064 ***	▲ 0.07797 ***
06～11	係数 有意水準	▲ 0.30402 ***	▲ 0.46505 ***	▲ 0.14899 ***	▲ 0.21460 ***	▲ 0.38393 ***	▲ 0.22504 ***

業が最も大きく、次いで中小企業、中堅企業の順となっており、大企業でより、人件費を安定化させる動きが強いといえる。産業別で確認した外生的ショック時のマイナス幅の拡大は、石油ショック時は大企業、中堅企業、中小企業ともに確認され、リーマンショック時は中堅企業以外で確認された。なお、中小企業では有意水準を満たさない年代が複数みられ、人件費を安定化させる動きが採られていない時期があったといえる。

## (小括)

労働分配率は製造業、非製造業ともに上昇傾向にあるが、製造業の方が急激に上昇しており、かつ変化が激しい。この動きを分析するため、産業

別の資本労働比率、及び有形固定資産、従業員数を確認したところ、労働分配率は資本労働比率に比例的な動きをすることがわかった。また、95年以降の産業別の有形固定資産の推移で、バブル崩壊後の動産・不動産賃借料構成比の製造業での動き（横ばい）と、非製造業（90年代後半まで増加）を説明することができた。

労働分配率は規模を問わず上昇傾向にあり、全期間を通じて中小企業が最も高く、次いで中堅企業、大企業の順であるが、これも産業別と同様、資本労働比率で説明することができた。

付加価値の変化に対する労働分配率の弾性値を推計した結果、「人件費安定化政策」を実証的に説明することができた。規模別にみると、大企業、

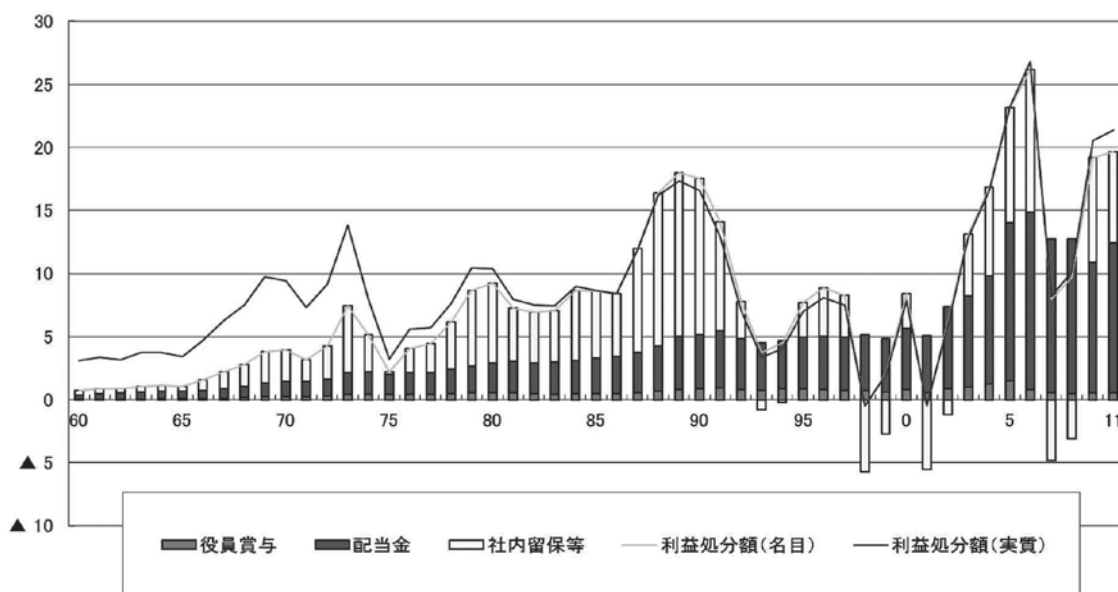


図 12 利益処分額（＝当期純利益）の推移（全産業・全規模、兆円）

製造業に特にその傾向が強く、反面、中小企業ではそれほどでもなかった。

## V 資本への分配

4節において労働への分配、すなわち人件費について労働分配率の推移や付加価値との関係で確認したが、本節では、利益処分金（＝当期純利益）を資本への分配と捉え、その動きや当期純利益とその内訳である配当金などとの関係を確認する。

具体的には、(1)で当期純利益の推移を概観した後、(2)で散布図、及び回帰分析を使い当期純利益と配当金などの変化の関係を確認し、(3)で配当性向と企業成長率の関係をみていく。

### (1) 当期純利益の推移

当期純利益は、役員賞与、配当金、社内留保などに処分されるが、図表 12 は内訳も含め当期純利益の推移を表したものである<sup>12)</sup>。図表 12 によれ

ば、当期純利益は大きく変動しながらも増加傾向にあったが、バブル崩壊後から 2000 年代初頭までは停滞を続けた。その後、リーマンショックまで急増しバブル期を大きく上回るに至ったが、リーマンショック時には再び減少、直近では再び増加に転じている。実質値でみた場合も概ね同様の傾向であるが、バブル崩壊後から 2000 年代初頭までの停滞期の平均は 60 年代の水準まで低下していた。

当期純利益のうち、配当金は、2000 年頃までは当期純利益の増減にあまり関係なく安定した動き（「安定配当政策」）を示していたが、以降は急増し、リーマンショック時にも高止まりしている<sup>13)</sup>。なお、社内留保額は他の処分項目の残余と

ではなく、損金算入されることとなったが、過去の数値との整合性を保つため、本稿においては該当年以降の役員報酬も利益処分として取り扱っている。

<sup>13)</sup> 原田、日野（2002 年）は、2000 年までのデータを示した上で、配当、賞与には大きな変動は見られないとし、「利益から、固定的な配当、賞与を確保した上で残余を内部留保に回す」との説を支持している。花枝（2002 年）も 2000 年までのデータを示した上で「安

<sup>12)</sup> 平成 18 年度税制改正により、役員賞与は利益処分

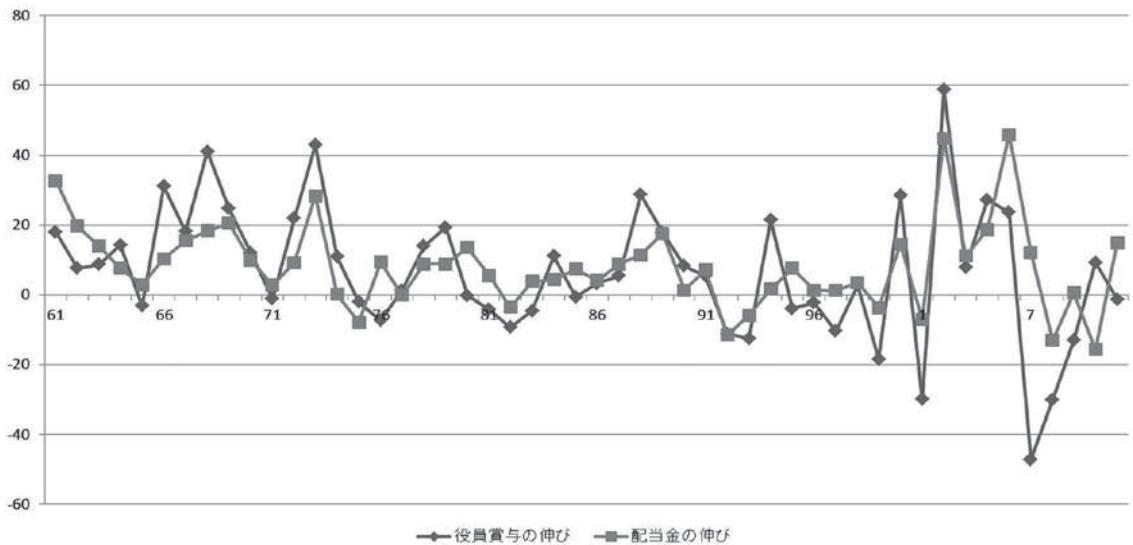


図13 役員賞与と配当金の伸び (前年度比、%、全産業・全規模)

いう性質もあり、当期純利益全体の動き以上に大きく変化している。

2000年頃からの役員賞与、配当金の以前の動きとの違いをみるために、前年比を表したものが図表13であるが、役員賞与、配当金ともに2000年頃から振幅が大きくなっている。役員賞与は2002年度に過去最高の伸び率を示し2007年度には過去最大の落ち込みとなるなど2000年以降、振幅が大きくなっており、配当金も振幅を大きくしながら、伸び率がより高止まる傾向にある。

「成果主義」の浸透や、株式持ち合い制度が崩壊し、配当金により敏感と考えられる外国法人や個人株主の割合が増加したのが概ね90年代後半(参考3)であることから、役員賞与と配当金の2000年頃からの従来とは異なる動きの背景には、これらの情勢を受けた「役員賞与への成果主義の導入」、「株主重視の経営姿勢」があるのかもしれない<sup>14)</sup>。

定配当政策」、「配当平準化政策」と呼んでいる。

<sup>14)</sup> 先行研究では、成果主義の浸透は概ね90年代後半としている。宮本(2009)等。また、山田、戸田、村上(2009)も、外国人所有株式比率の高い企業等が、労働分配率を抑える反面、付加価値を株式配当や内部

(参考3) 上場株式の所有者別割合 (%)

	90年	95年	00年	07年	11年
外国法人+個人株主の割合	27.9	33.6	39.9	42.7	52.5

以下①、②、③でバブル崩壊以降の当期純利益を産業別、規模別に確認することとする(図表14、15、16)。

#### ① 産業別の当期純利益の推移

図表14-①、②で当期純利益を製造業、非製造業別でみると、(グラフでは割愛しているが)石油ショック後に製造業のみで社内留保がマイナスに転じた他は、バブル期までは大きな違いはみられなかった。バブル崩壊後は、製造業では金融危機時、ITバブル崩壊時、及びリーマンショック

留保に分配しているとしている。更に、岩井(2008年)は、本稿と同様、法人企業統計(大企業)を用い「(2000年代から)企業が株主の配当を重視するようになったこと、従業員への分配を減らし始めたこと、役員への分配を増やし始めたことが見てとれる」とし、背景として、日本企業の従業員重視から株主重視へのコーポレートガバナンスの変化を指摘している。



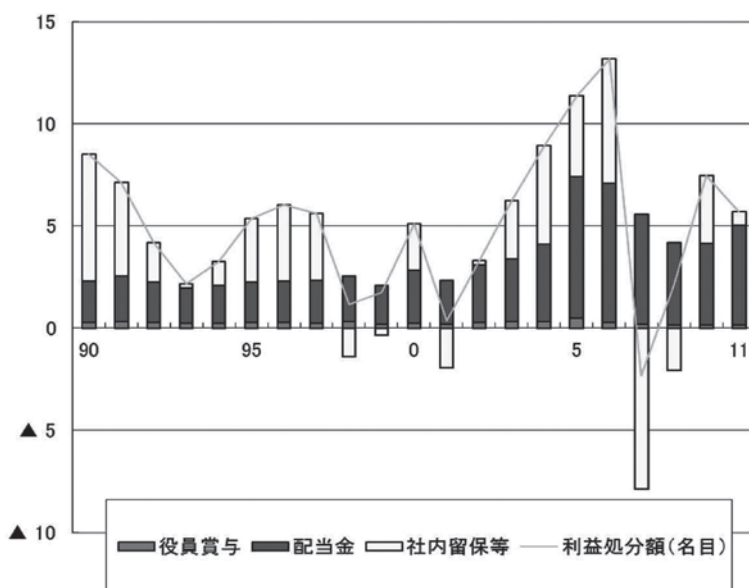


図 14 - ① 利益処分額 (= 当期純利益) の推移 (製造業、兆円)

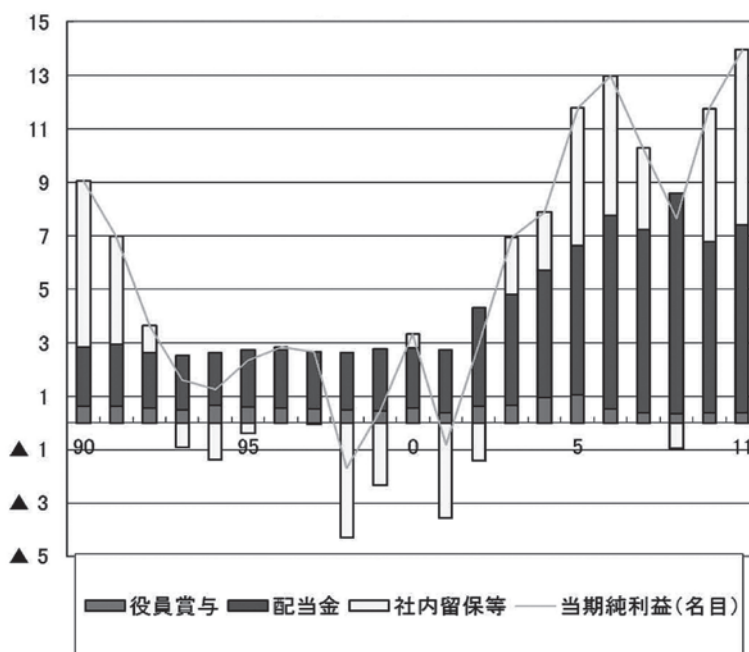


図 14 - ② 利益処分額 (= 当期純利益) の推移 (非製造業、兆円)

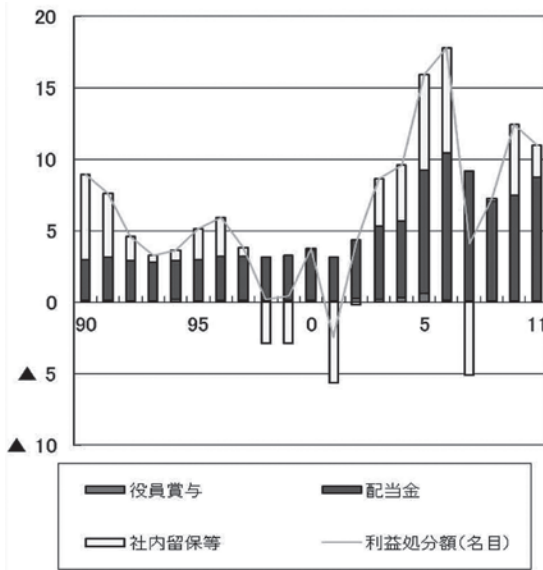


図 15 - ① 利益処分額(= 当期純利益)の推移(大企業、兆円)

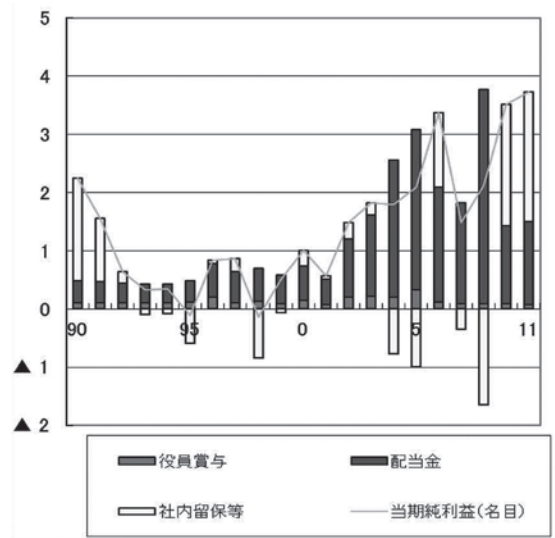


図 15 - ② 利益処分額(= 当期純利益)の推移(中堅企業、兆円)

時以外は概ね増加していたが、非製造業では 2000 年位まで停滞した後、増加傾向となっている。リーマンショック時こそ製造業の落ち込みは激しいが「失われた 20 年」、特に前半では非製造業がより厳しい状況にあったといえる。また、配当金は、製造業、非製造業ともに 2000 年頃から特に非製造業で増加傾向にある。

社内留保は、製造業がバブル崩壊後の 1990 年代も確実に積み上げていたのに対し、非製造業は 2002 年に至るまで取り崩した年度が半分近くに上るなど、積み上げまでに至っておらず(1)で述べた非製造業の苦境をそのまま表している。他方、リーマンショックの際には、製造業で社内留保の大幅な取り崩しが行われており、その分が配当金に回ったと考えられる。

② 規模別の当期純利益の推移

図表 15 - ①, ②, ③で当期純利益を規模別にみると、(グラフでは割愛しているが) 第一次石油ショック後に、大企業、中堅企業で社内留保がマイナスに転じたのに対して中小企業ではプラス

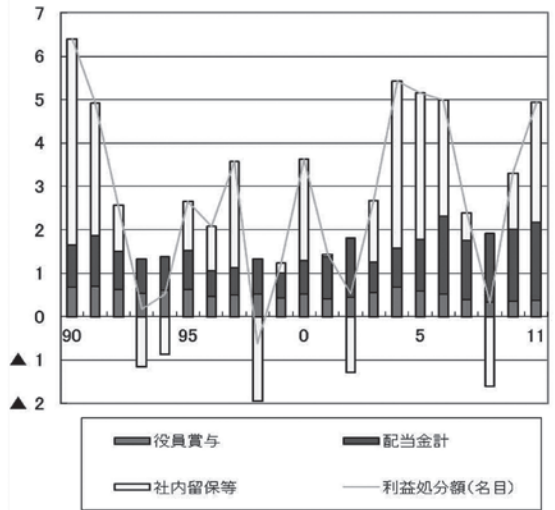


図 15 - ③ 利益処分額(= 当期純利益)の推移(中小企業、兆円)

を維持していた以外には、バブル期までは大きな違いはみられない。当期純利益全体では、バブル崩壊後も金融危機時にマイナスに転じるなど概ね同様の動きを示しているが、IT バブル崩壊の影響が大企業、中堅企業では短期間で解消したが、

表 16 当期純利益，役員賞与，配当金の伸びとその振幅

		成長率（10年平均）			成長率の差分 【各項目の成長率－当期純利益の成長率】		
		当期純利益	役員賞与	配当金	当期純利益	役員賞与	配当金
全産業	61～70	1.94	1.73	1.51	－	▲ 0.21	▲ 0.42
全産業	70～80	1.81	1.00	0.73	－	▲ 0.81	▲ 1.08
全産業	80～90	0.82	0.56	0.61	－	▲ 0.27	▲ 0.22
全産業	91～00	▲ 3.42	▲ 0.01	0.16	－	3.41	3.58
全産業	01～11	▲ 11.81	0.05	1.02	－	11.86	12.83
製造業	61～70	1.86	1.55	1.41	－	▲ 0.31	▲ 0.46
製造業	70～80	2.94	0.83	0.57	－	▲ 2.10	▲ 2.36
製造業	80～90	0.82	0.46	0.64	－	▲ 0.37	▲ 0.19
製造業	91～00	1.80	0.06	0.35	－	▲ 1.74	▲ 1.45
製造業	01～11	7.36	0.03	0.93	－	▲ 7.33	▲ 6.44
非製造業	61～70	2.15	1.90	1.67	－	▲ 0.24	▲ 0.47
非製造業	70～80	1.42	1.14	0.92	－	▲ 0.28	▲ 0.50
非製造業	80～90	0.91	0.66	0.60	－	▲ 0.26	▲ 0.32
非製造業	91～00	3.34	0.02	0.03	－	▲ 3.31	▲ 3.31
非製造業	01～11	▲ 3.05	0.11	1.27	－	3.16	4.32
大企業	61～70	1.90	1.73	1.54	－	▲ 0.17	▲ 0.36
大企業	70～80	1.48	1.18	0.71	－	▲ 0.31	▲ 0.78
大企業	80～90	0.90	0.98	0.76	－	0.08	▲ 0.14
大企業	91～00	7.59	0.85	0.20	－	▲ 6.74	▲ 7.39
大企業	01～11	▲ 1.65	1.79	1.09	－	3.44	2.74
中堅企業	61～70	1.91	1.82	1.14	－	▲ 0.10	▲ 0.77
中堅企業	70～80	2.90	1.10	0.70	－	▲ 1.80	▲ 2.21
中堅企業	80～90	0.93	0.54	0.47	－	▲ 0.39	▲ 0.45
中堅企業	91～00	▲ 16.92	0.93	0.62	－	17.86	17.55
中堅企業	01～11	2.50	0.67	2.21	－	▲ 1.83	▲ 0.29
中小企業	61～70	2.08	1.73	1.70	－	▲ 0.35	▲ 0.38
中小企業	70～80	2.09	0.99	0.86	－	▲ 1.10	▲ 1.23
中小企業	80～90	0.89	0.52	0.40	－	▲ 0.37	▲ 0.49
中小企業	91～00	2.83	▲ 0.14	0.04	－	▲ 2.96	▲ 2.78
中小企業	01～11	11.24	▲ 0.18	1.22	－	▲ 11.42	▲ 10.02
		成長率の「振幅」			「振幅」の差分 【各属性の振幅－全産業・全規模の振幅】		
		当期純利益	役員賞与	配当金		役員賞与	配当金
全産業	61～70	0.65	0.57	0.41	－	－	－
全産業	70～80	0.42	0.28	0.20	－	－	－
全産業	80～90	0.40	0.25	0.22	－	－	－
全産業	91～00	0.68	0.11	0.07	－	－	－
全産業	01～11	0.59	0.43	0.31	－	－	－
製造業	61～70	0.63	0.54	0.37	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.04
製造業	70～80	0.49	0.26	0.18	0.07	▲ 0.02	▲ 0.02
製造業	80～90	0.36	0.20	0.24	▲ 0.04	▲ 0.05	0.01

製造業	91～00	0.51	0.13	0.11	▲ 0.18	0.02	0.04
製造業	01～11	0.86	0.44	0.37	0.28	0.01	0.06
非製造業	61～70	0.69	0.60	0.47	0.03	0.03	0.06
非製造業	70～80	0.37	0.30	0.23	▲ 0.06	0.02	0.03
非製造業	80～90	0.45	0.29	0.22	0.05	0.04	▲ 0.01
非製造業	91～00	1.00	0.13	0.05	0.32	0.02	▲ 0.02
非製造業	01～11	0.55	0.44	0.33	▲ 0.04	0.01	0.01
大企業	61～70	0.59	0.47	0.37	▲ 0.06	▲ 0.10	▲ 0.04
大企業	70～80	0.41	0.31	0.21	▲ 0.02	0.03	0.01
大企業	80～90	0.36	0.36	0.25	▲ 0.04	0.11	0.03
大企業	91～00	0.61	0.21	0.07	▲ 0.07	0.10	0.00
大企業	01～11	0.68	0.90	0.34	0.09	0.47	0.03
中堅企業	61～70	0.65	0.53	0.35	▲ 0.01	▲ 0.04	▲ 0.07
中堅企業	70～80	0.55	0.31	0.21	0.13	0.03	0.00
中堅企業	80～90	0.40	0.18	0.16	0.00	▲ 0.07	▲ 0.07
中堅企業	91～00	0.95	0.27	0.25	0.27	0.16	0.18
中堅企業	01～11	0.47	0.55	0.51	▲ 0.12	0.12	0.20
中小企業	61～70	0.74	0.59	0.56	0.09	0.02	0.15
中小企業	70～80	0.44	0.28	0.22	0.01	▲ 0.00	0.02
中小企業	80～90	0.47	0.26	0.23	0.08	0.00	0.00
中小企業	91～00	0.85	0.16	0.22	0.17	0.05	0.14
中小企業	01～11	0.63	0.25	0.29	0.04	▲ 0.18	▲ 0.03

中小企業で解消に比較的長期間を要していること、リーマンショックの影響も中小企業で最も大きかったことが特徴的である。

配当金は、大企業、特に中堅企業で2000年前後から急増しているのに対し、中小企業では概ね安定的な推移となっている。(1)で述べた「株主重視の経営姿勢」が大・中堅企業でより浸透していたのかもしれない。

社内留保は、金融危機やITバブル崩壊、及びリーマンショック時など深刻な不況時以外では、大企業や中小企業では堅実に積み上げているのに対し、中堅企業は、積み上げ額が少ない状態が続いており、当期純利益の多くの部分が急増した配当金として流出した形となっている。

### ③ 役員賞与、配当金の伸びと振幅（散らばり具合）

ここでは、(1)で指摘した2000年頃からの役員賞与の伸びの振幅の拡大と、配当金の伸びの振幅の拡大と高止まり傾向を確認しよう。当期純利益、

役員賞与、配当金の伸びとその振幅を整理したものが、図表16-①～④である。役員賞与、及び配当金の成長率から当期純利益の成長率を差し引いた数値(②)がプラスであれば、当期純利益の成長よりも役員賞与、配当金の成長が大きい、つまり「高止まり」が確認できることになる。また、製造業などの各属性の当期純利益、及び役員賞与、及び配当金の「振幅」から全産業の「振幅」を差し引いた数値(④)がプラスであれば、当該属性の産業の当期純利益などの「振幅」がより大きい、つまり「振幅の拡大」が確認できることになる。

全産業では「①成長率の差分」が近年2期(91～00年、01～11年)でいずれもプラスとなっており、過去3期(61～70年、71～80年、81～90年)とは異なる結果となっている。近年2期は当期純利益がマイナスではあったことから、役員賞与の伸びはマイナス、僅かなプラスにとどまっているが、配当金の伸びは01～11年では高度成長期(61～70年)以来の伸びを示しており、配当金の高止まり傾向が確認されたことになる。

また、「③成長率の振幅」では、当期純利益が比較的安定した数値を示しているのに対し、役員賞与、配当金では01～11年にいずれも高度成長期以来の大きさを示し、近年の振幅の拡大が確認されたといえる。

業種、規模別では、役員賞与、配当金の「②成長率の差分」のうち、非製造業、及び大企業の01～11年と、中堅企業の91～00年がプラスを示しており、これらの動きが91年、或いは2000年以降の役員賞与、配当金の動きの従来の動きとの違いに現れていると考えられる。「③成長率の振幅」は、産業、規模を問わずに全産業と概ね同様の動きを示しているが「④振幅の差分」では、中小企業のみが役員賞与、配当金共に01～11年でマイナスを示しており、「伸びの差分」でも中小企業の01～11年は大きなマイナスとなっていることを考えると、(1)②で既述の「株主重視の経営姿勢が大・中堅企業でより浸透」に加え、「成果主義」の浸透も概ね同様の状況といえよう。

## (2) 当期純利益と内訳（役員賞与、配当金、社内留保）の関係（散布図を使った分析）

(1)において、配当金や役員賞与は安定的に推移してきたが、2000年頃から傾向が変わってきたことを確認した。ここでは、当期純利益の変化と、内訳（役員賞与、配当金、社内留保）の変化の関係を確認していく。まず、大まかな関係を確認するために、①において、1960～2011年度全体の当期純利益と各内訳の散布図を作成する。なお、当期純利益、各内訳を売上高で除しているのは分析期間が長期に渡るため、「増加」という大きなトレンドの発生を防ぐためである。次に②において、年代別に確認することとする。

### ① 当期純利益と役員賞与、配当金、社内留保の大まかな関係（散布図）

図表17は、1960～2011年度の当期純利益と、役員賞与、配当金、社内留保の関係を表した散布

図を整理したものである。

まず、当期純利益と配当金の関係をみると、全ての属性で1次式（線形）、2次式（2次曲線）ともに1次項はプラス、2次項も同様であり、当期純利益が増加すれば配当金も増える関係にある。また1次式と2次式を比べると、全ての属性で2次式の相関性が高まっていることから、当期純利益（当期純利益/売上高）がある水準を超えると配当金（配当金/売上高）が急増するといえる。これは逆にいえば、利益が少なくても、安定的に配当していることとなり、5節、(1)で指摘した2000年頃までの「安定配当政策」を裏付けるものである。なお、推計式から計算すると、大企業では当期純利益/売上高が5.6%を超えると、配当金が急増するという結果となっている<sup>15)</sup>。

次に、当期純利益と役員賞与の関係をみると、全ての属性で1次式（線形）、2次式（2次曲線）ともに1次項はプラス、2次項も同様であり、当期純利益が増加すれば役員賞与も増える関係にある。なお、係数は配当金に比べ低いものとなっているが、これは配当金と役員賞与のボリューム（金額）の違いからくる違いであると考えられる。1次式と2次式を比べた場合、配当金と同様に相関関係は2次式で高まってはいるが、2次項が著しく小さい、或いはマイナスであることもあり当期純利益がある水準を超えると役員賞与が急増するとははいえないことがわかる<sup>16)</sup>。

更に、当期純利益と社内留保の関係をみると、全ての属性で1次式（線形）、2次式（2次曲線）ともに1次項はプラスであり、2次項は全てマイナスとなっている。また、1次式と2次式を比べると、全ての属性で2次式の相関性が高まってお

<sup>15)</sup> 中堅企業で1.7%、中小企業で2.6%。産業別では、製造業で3.0%、非製造業で3.5%。

<sup>16)</sup> 原田、日野（2002）は、「企業はある水準までは安定的な配当や役員賞与を支払うが、ある水準を超えるとより高い配当や役員賞与を支払う」との説を支持しているが、本稿では役員賞与に関しては明確な結果は得られなかったこととなる。

表 17

## 純利益と配当金の関係 (1960～2011年度)

			定数項	1次項	2次項	R <sup>2</sup>
全産業	全規模	1次式	0.3741	0.2508	-	0.2503
		2次式	0.2870	0.2362	0.0147	0.4372
	大企業	1次式	0.6888	0.2757	-	0.4322
		2次式	0.6722	0.2099	0.0123	0.5767
	中堅企業	1次式	0.4117	0.1888	-	0.1001
		2次式	0.1385	0.3156	0.0180	0.3568
	中小企業	1次式	0.1895	0.1239	-	0.1409
		2次式	0.1864	0.0709	0.0209	0.1904
製造業	全規模	1次式	0.3264	0.2221	-	0.1870
		2次式	0.3430	0.0559	0.0537	0.2715
非製造業	全規模	1次式	0.4821	0.2613	-	0.2786
		2次式	0.3283	0.2551	0.0144	0.5103

(注) X軸を純利益/売上高, Y軸を配当金/売上高とし, 散布図を作成. 上記数値は, 近似曲線(線形, 及び2次曲線)の項.

## 純利益と役員賞与の関係 (1960～2011年度)

			定数項	1次項	2次項	R <sup>2</sup>
全産業	全規模	1次式	0.0843	0.0070	-	0.0317
		2次式	0.0839	0.0069	0.0000	0.0325
	大企業	1次式	0.0261	0.0044	-	0.1306
		2次式	0.0259	0.0037	0.0001	0.1508
	中堅企業	1次式	0.0848	0.0096	-	0.0833
		2次式	0.0786	0.0124	0.0004	0.1259
	中小企業	1次式	0.1003	0.0457	-	0.3506
		2次式	0.0997	0.0347	0.0043	0.3894
製造業	全規模	1次式	0.0803	0.0086	-	0.0240
		2次式	0.0796	0.0153	▲ 0.0022	0.0362
非製造業	全規模	1次式	0.0870	0.0066	-	0.0394
		2次式	0.0860	0.0065	0.0000	0.0413

(注) X軸を純利益/売上高, Y軸を役員賞与/売上高とし, 散布図を作成. 上記数値は, 近似曲線(線形, 及び2次曲線)の項.

## 純利益と社内留保の関係 (1960～2011年度)

			定数項	1次項	2次項	R <sup>2</sup>
全産業	全規模	1次式	▲ 0.4590	0.7417	-	0.7428
		2次式	▲ 0.3713	0.7564	▲ 0.0148	0.8069
	大企業	1次式	▲ 0.7149	0.7199	-	0.8350
		2次式	▲ 0.6981	0.7864	▲ 0.0125	0.8769
	中堅企業	1次式	▲ 0.4982	0.8000	-	0.6561
		2次式	▲ 0.2179	0.6699	▲ 0.0184	0.7547
	中小企業	1次式	▲ 0.2898	0.8304	-	0.8611
		2次式	▲ 0.2861	0.8943	▲ 0.0252	0.8709
製造業	全規模	1次式	▲ 0.4057	0.7673	-	0.7266
		2次式	▲ 0.4217	0.9275	▲ 0.0517	0.7532
非製造業	全規模	1次式	▲ 0.5691	0.7322	-	0.7503
		2次式	▲ 0.4143	0.7384	▲ 0.0145	0.8307

(注) X軸を純利益/売上高, Y軸を社内留保/売上高とし, 散布図を作成. 上記数値は, 近似曲線(線形, 及び2次曲線)の項.

り、当期純利益がある水準を超えると社内留保があまり増えなくなるという、配当金とは反対の企業行動が確認できた<sup>17)</sup>。

最後に、1次式に着目して、規模別、産業別に各々の関係を確認する。当期純利益と配当金の関係では、大企業ほど係数が大きく当期純利益の変化に敏感に配当政策を行っているといえ、中小企業ほどそうではないといえる<sup>18)</sup>。産業別では非製造業の方が、係数が大きいが差は小さい。

当期純利益と役員賞与の関係では、産業別では製造業の方が大きく、規模別では、中小企業ほど係数が大きくなったが、これは企業規模が小さく当期純利益の金額が小さいことから当然の結果といえる。産業別では製造業の方が、係数が大きい。

当期純利益と社内留保の関係では、係数自体が配当金などと比べ大きいことを加味すれば、規模別、産業別ともに大きな違いはなかったといえる。

## ② 当期純利益と役員賞与、配当金、社内留保の年代別の関係

①において当期純利益と役員賞与、配当金、社内留保の大きな関係を確認したところであるがここでは、年代別に確認することとする。当期純利益の変化がどのように影響していたのかという視点から、当期純利益の変化に対する役員賞与、配当金、社内留保の弾性値を推計、整理したものが図表18である。

推計方法は以下の通り。

(イ) データの加工：法人企業統計のうち、継続的なデータの取れる業種、或いは簡単な加工により継続性を持たせられる業種計23業種を、5年ごとのパネルデータとする<sup>19)</sup>。

(ロ) 推計式：被説明変数を配当金（配当金／売上高，%）、説明変数を当期純利益（当期純利益／売上高，%）として単回帰分析を行う。

まず当期純利益と配当金の関係をみると、全期間では大企業、非製造業の方が、係数が大きく有意水準も十分に高いなど、図表15と整合的な結果となっている。年代毎では、規模に関わらず1961～70年度は高い水準で比較的安定していたが、71～80年度に低下し、81～85年度でやや上昇している。以降は、大企業では有意でなくなり01年度以降上昇、中堅企業では低下の後、01～05年度で上昇、中小企業では低下、上昇の後に01年度以降では有意でなくなっている。86年度以降の有意水準も含めての複雑な動きは、バブル経済やその後のかつて経験したことのない長期の経済停滞など、85年度以前との経済環境の変化が背景にあるのかもしれない。なお、産業別でも、86年度以降は、有意水準、係数ともに複雑な動きを示すようになってきている。

次に当期純利益と役員賞与の関係をみると、全期間では、中小企業、製造業の方が、係数が大きく有意水準も十分に高いなど、図表15と整合的な結果となっている。年代毎では、規模に関わらず1961～70年度は高い水準で比較的安定していたが、71～80年度に低下し、81～85年度でやや上昇している。以降は、大企業では有意でなくなり06～11年度に低水準で有意、中堅企業でも低下の後、有意でなくなり、06～11年度に低水準で有意、中小企業では低下傾向となっており、配当金の弾性値の動きと概ね同様である。なお、産業別でみると、製造業は両者の関係が薄い時期が多く、非製造業は86年度以降、有意でない時期が多くなっている。

85年以降の当期純利益と配当金、役員賞与の関係の有意水準、係数を含めた複雑な動きは、4節(3)で見た付加価値額と労働分配率の関係が有意水準や係数も含め年代を問わず比較的安定していたのとは対照的である。

最後に当期純利益と社内留保の関係をみると、

17) 利益処分の内訳が配当金、役員賞与、社内留保の3者である以上、当然の結論ともいえる。

18) 原田、日野（2002年）は、「中小企業では、縁故者などからの出資が多いと見られるので、利益に関係なく配当を行っているのではないかと思われる」と指摘している。

19) 脚注11と同様

表 18

純利益と配当金の関係

純利益 / 売上高 → 配当金 / 売上高

純利益（純利益 / 売上高）の変化に対する配当金（配当金 / 売上高）の弾性値の推移

		全産業				製造業	非製造業
		全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	全規模
全年度	係数 有意水準	0.25080 ***	0.27570 ***	0.18879 ***	0.12391 ***	0.22208 ***	0.26127 ***
61～65	係数 有意水準	1.48593 -	0.68692 ***	0.31893 ***	0.19652 ***	0.39863 ***	1.60920 -
66～70	係数 有意水準	0.31262 ***	0.39631 ***	0.20258 ***	0.21619 ***	0.31499 ***	0.31510 ***
71～75	係数 有意水準	0.13002 ***	0.22109 ***	0.05232 ***	0.06356 ***	0.11338 ***	0.15178 ***
76～80	係数 有意水準	0.16469 ***	0.23227 ***	0.06470 ***	0.07536 ***	0.10139 ***	0.25333 ***
81～85	係数 有意水準	0.25423 ***	0.27166 ***	0.11940 ***	0.09414 ***	0.17209 ***	0.30802 ***
86～90	係数 有意水準	0.04608 ***	0.02263 -	0.03446 ***	0.09742 ***	0.19923 ***	0.02230 -
91～95	係数 有意水準	0.01580 *	0.00344 -	▲ 0.00016 -	0.02932 ***	0.14060 ***	0.00137 -
96～00	係数 有意水準	0.00783 -	0.01179 -	0.01256 -	0.03804 ***	0.09748 ***	▲ 0.00378 -
01～05	係数 有意水準	0.58761 ***	0.14431 ***	0.91636 ***	0.04813 -	0.23601 ***	0.68335 ***
06～11	係数 有意水準	0.09348 ***	0.29042 ***	▲ 0.05059 -	0.05822 -	0.06383 -	0.09279 ***

純利益と役員賞与の関係

純利益 / 売上高 → 役員賞与 / 売上高

純利益（純利益 / 売上高）の変化に対する役員賞与（役員賞与 / 売上高）の弾性値の推移

		全産業				製造業	非製造業
		全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	全規模
全年度	係数 有意水準	0.00748 ***	0.00441 ***	0.01118 ***	0.04572 ***	0.01065 ***	0.00655 ***
61～65	係数 有意水準	0.01259 ***	0.01225 ***	0.03109 ***	0.06867 ***	0.00183 -	0.01481 ***
66～70	係数 有意水準	0.01374 ***	0.01582 ***	0.02649 ***	0.06144 ***	▲ 0.00139 -	0.01673 ***
71～75	係数 有意水準	0.00416 ***	0.00739 ***	0.01033 ***	0.01980 ***	0.00380 **	0.00507 **
76～80	係数 有意水準	0.00382 *	0.00380 ***	0.01349 ***	0.03092 ***	0.00256 -	0.00620 *
81～85	係数 有意水準	0.01005 ***	0.00526 ***	0.03382 ***	0.06322 ***	0.00693 *	0.01192 ***
86～90	係数 有意水準	0.00285 *	0.00190 *	0.00805 ***	0.05327 ***	0.00380 -	0.00312 *
91～95	係数 有意水準	▲ 0.00023 -	▲ 0.00002 -	0.00161 -	0.02810 ***	0.00498 -	▲ 0.00128 -



96～00	係数 有意水準	0.00162 -	▲ 0.00016 -	0.00318 -	0.03296 ***	0.00887 ***	0.00134 -
01～05	係数 有意水準	0.00416 -	0.00130 -	0.00839 -	0.01712 *	0.04137 **	▲ 0.00561 *
06～11	係数 有意水準	0.00076 *	0.00069 **	0.00198 ***	0.01254 ***	0.00286 **	0.00057 -

純利益と社内留保の関係

純利益 / 売上高 → 社内留保 / 売上高

純利益（純利益 / 売上高）の変化に対する社内留保（社内留保 / 売上高）の弾性値の推移

		全産業				製造業	非製造業
		全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	全規模
全年度	係数 有意水準	0.74172 ***	0.71988 ***	0.80004 ***	0.83037 ***	0.76727 ***	0.73217 ***
61～65	係数 有意水準	0.44912 ***	0.30084 ***	0.64998 ***	0.73481 ***	0.59954 ***	0.41900 ***
66～70	係数 有意水準	0.67364 ***	0.58788 ***	0.77093 ***	0.72236 ***	0.68640 ***	0.66817 ***
71～75	係数 有意水準	0.86582 ***	0.77152 ***	0.93736 ***	0.91664 ***	0.88282 ***	0.84315 ***
76～80	係数 有意水準	0.83150 ***	0.76393 ***	0.92181 ***	0.89372 ***	0.89605 ***	0.74047 ***
81～85	係数 有意水準	0.73572 ***	0.72308 ***	0.84679 ***	0.84264 ***	0.82097 ***	0.68006 ***
86～90	係数 有意水準	0.95107 ***	0.97547 ***	0.95749 ***	0.84931 ***	0.79698 ***	0.97459 ***
91～95	係数 有意水準	0.98443 ***	0.99658 ***	0.99855 ***	0.94258 ***	0.85442 ***	0.99992 ***
96～00	係数 有意水準	0.99055 ***	0.98837 ***	0.98426 ***	0.92900 ***	0.89364 ***	1.00244 ***
01～05	係数 有意水準	0.40822 ***	0.85440 ***	0.07525 -	0.93475 ***	0.72262 ***	0.32226 ***
06～11	係数 有意水準	0.90576 ***	0.70889 ***	1.04861 ***	0.92924 ***	0.93331 ***	0.90663 ***

全期間では、係数自体が配当金などと比べ大きいことを加味すれば、規模別、産業別ともに大きな違いはなく、有意水準も十分に高いなど、図表15と整合的な結果となっている。年代毎では、規模に関わらず1961～70年度は低い水準であったが、以後は上昇し高い水準を維持している。有意水準も概ね高く、利益処分の内訳3者（配当金、役員賞与、社内留保）の中で、社内留保額は他の処分項目の残余という性質もあるからか、当期純利益からの影響が最も強い項目となっている。なお、産業別でも、大きな差はなく、71年度以降は高い水準を維持しているが、非製造業の

01～05年度のみ急落し、その後急上昇という結果になっている。

以上をまとめると、当期純利益の変化に対して配当金は大企業、非製造業、役員賞与は中小企業、製造業がより敏感に反応し、社内留保は規模や産業による違いはあまりない。年代別では、配当金や役員賞与の係数は、85年度頃までは低下傾向にありながらも、全期間で確認された大小関係を概ね維持していたが、以降は有意水準も含めて複雑な動きを示すようになってきている。上記2項目に比べれば、社内留保の係数は比較的安定した動きを示している。

### (3) 配当性向と企業成長率の関係

成長率の高い企業は、魅力的なプロジェクト計画を多く抱えそのための投資資金を確保するため、利益をより多く社内留保とし、結果として配当性向が低くなるとの考え方がある<sup>20)</sup>。そこで配当性向と企業の成長率の関係を確認する。なお、5節(1)で述べたように企業は安定配当政策を採っていた時期が長いと考えられることから、これが成長率(売上高伸び率)の係数を歪めないため、ROA(総資産利益率)も係数に入れた。この考え方が正しければ、売上高伸び率の係数、ROAの係数ともに有意にマイナスとなるはずである。

推計方法は以下の通り。

(イ) データの加工：法人企業統計のうち、継続的なデータの取れる業種、或いは簡単な加工により継続性を持たせられる業種計23業種を、10年ごとのパネルデータとする<sup>21)</sup>。

(ロ) 推計式：被説明変数を配当性向(配当金/当期純利益、%)、説明変数を売上高伸び率(前年度比、%)、ROA(総資産利益率、%)として重回帰分析を行う。

以上の推計結果を整理したものが図表19-①であるが、属性を問わず、売上高伸び率の係数はマイナスである場合が多いが有意水準に達していないのに対して、ROAの係数は、概ね有意水準を満たすマイナスとなっており、全ての属性で01～11年度にマイナス幅が大きく縮小していることがわかる。つまり、成長率の高い企業の配当性向が低くなるとの考え方は明確には確認できなかったが、ROAの係数がマイナスであることから、「安定配当政策」は確認できたことになる。また、ROAの係数の01～11年度の動きは、5節(1)で述べた2000年頃からの「安定配当政策」の変化とも整合的である。

以上の推計では、成長率を当期の売上高伸び率

(前年度比、%)としているが、現在進行中の企業の成長に合わせ配当政策を決めているというのは現実的ではないかもしれない。過去に大きく成長した企業は更なる成長を目指し配当政策を考慮するかもしれないし、将来の大きな成長をみ込む企業がそのための投資資金の確保の観点から配当性向を考慮するかもしれない<sup>22)</sup>。

そこで、前段の考え方を確かめるため、1年前の売上高伸び率を説明変数として推計、整理したものが図表19-②である。更に、後段の考え方を確かめたいが、将来の成長を各企業がどうみ込んでいたかを把握するのは困難であるため、ある程度多数の企業の予測の総計は概ね当たる、すなわち将来に実現されると考え、将来の成長のみ込みを1年後の実際の成長とし、1年度後の売上高伸び率を説明変数として推計、整理したものが図表19-③である。図表19-②、③ともに図表19-①と概ね同様の結果となり、成長率の高い企業の配当性向が低くなるとの考え方は明確には確認できなかった。

#### (小括)

当期純利益のうち、役員賞与、配当金は、2000年頃までは当期純利益の増減にあまり関係なく安定した動き(「安定配当政策」)を示していたが、役員賞与は2002年度に過去最高の伸び率を示し2007年度には過去最大の落ち込みとなるなど2000年以降、振幅が大きくなっており、配当金も振幅を大きくしながら、伸び率がより高止まる傾向にある。株主構成の変化なども鑑みると、背景には、「役員賞与への成果主義の導入」、「株主重視の経営姿勢」があるのかもしれない。さらに、役員賞与、配当金に関し、規模別、産業別の分析に加えて振幅も確認したところ、役員賞与や配当金の動きの2000年頃からの変化は、大企業、中

20) 原田、日野(2002)も同様の考え方を紹介し、確認をしている。花枝(2002年)も配当を低める要因の1つとして「戦略的投資」を挙げている。

21) 脚注11と同様

22) 原田、日野(2002)は、図表17と同様の推計を行った後、「ここで見た成長率は過去1年間の成長率に過ぎず、配当率決定時点での将来の予想成長率を見ただけではない」と指摘している。

表 19－①

ROA（総資産利益率）、当期の売上高伸び率の変化に対する配当性向の弾性値

	全産業								製造業		非製造業	
	全規模		大企業		中堅企業		中小企業		全規模		全規模	
	ROA	売上高 伸び率 (当期)	ROA	売上高 伸び率 (当期)	ROA	売上高 伸び率 (当期)	ROA	売上高 伸び率 (当期)	ROA	売上高 伸び率 (当期)	ROA	売上高 伸び率 (当期)
61～11 係数	▲ 3.024	0.033	▲ 3.592	0.017	▲ 5.329	0.013	▲ 3.398	0.052	▲ 3.735	0.059	▲ 1.826	0.004
有意水準	***	*	***	-	***	-	***	**	***	**	***	-
61～70 係数	▲ 4.317	▲ 0.027	▲ 3.750	▲ 0.068	▲ 5.989	▲ 0.038	▲ 4.916	▲ 0.075	▲ 7.555	0.077	▲ 1.162	▲ 0.049
有意水準	***	-	***	-	***	-	***	**	***	*	-	-
71～80 係数	▲ 7.664	0.056	▲ 8.300	0.083	▲ 8.050	▲ 0.113	▲ 6.564	0.113	▲ 7.000	0.014	▲ 8.385	0.082
有意水準	***	-	***	-	***	*	***	**	***	-	***	-
81～90 係数	▲ 6.354	▲ 0.055	▲ 7.547	▲ 0.311	▲ 9.147	▲ 0.081	▲ 7.165	0.003	▲ 6.580	0.019	▲ 6.202	▲ 0.149
有意水準	***	-	***	***	***	-	***	-	***	-	***	*
91～00 係数	▲ 10.034	0.032	▲ 17.011	0.081	▲ 14.769	▲ 0.031	▲ 12.688	0.081	▲ 8.581	0.045	▲ 14.276	0.050
有意水準	***	-	***	-	***	-	***	-	***	-	***	-
01～11 係数	▲ 1.215	▲ 0.103	▲ 3.267	▲ 0.038	▲ 6.162	▲ 0.164	▲ 8.046	0.008	▲ 1.710	▲ 0.070	▲ 0.773	▲ 0.180
有意水準	*	**	***	-	***	*	***	-	*	-	-	**

表 19－②

ROA（総資産利益率）、1年前の売上高伸び率の変化に対する配当性向の弾性値

	全産業								製造業		非製造業	
	全規模		大企業		中堅企業		中小企業		全規模		全規模	
	ROA	売上高 伸び率 (1年前)	ROA	売上高 伸び率 (1年前)	ROA	売上高 伸び率 (1年前)	ROA	売上高 伸び率 (1年前)	ROA	売上高 伸び率 (1年前)	ROA	売上高 伸び率 (1年前)
61～11 係数	▲ 3.264	0.044	▲ 3.882	0.032	▲ 5.833	0.052	▲ 3.405	0.030	▲ 3.928	0.045	▲ 2.094	0.040
有意水準	***	**	***	-	***	-	***	-	***	*	***	-
61～70 係数	▲ 5.017	▲ 0.005	▲ 4.535	0.018	▲ 7.116	▲ 0.115	▲ 5.636	▲ 0.006	▲ 8.113	0.055	▲ 1.779	▲ 0.019
有意水準	***	-	***	-	***	**	***	-	***	-	*	-
71～80 係数	▲ 7.386	▲ 0.026	▲ 7.892	0.017	▲ 8.679	▲ 0.045	▲ 5.934	▲ 0.094	▲ 6.827	▲ 0.068	▲ 7.877	0.000
有意水準	***	-	***	-	***	-	***	**	***	-	***	-
81～90 係数	▲ 6.464	▲ 0.084	▲ 7.562	▲ 0.120	▲ 9.267	▲ 0.114	▲ 7.221	▲ 0.093	▲ 6.431	▲ 0.084	▲ 6.228	▲ 0.091
有意水準	***	**	***	-	***	**	***	**	***	*	***	-
91～00 係数	▲ 9.879	0.057	▲ 15.625	▲ 0.567	▲ 14.269	0.149	▲ 12.088	▲ 0.129	▲ 8.429	▲ 0.068	▲ 14.126	0.249
有意水準	***	-	***	***	***	*	***	*	***	-	***	**
01～11 係数	▲ 1.304	▲ 0.095	▲ 3.206	▲ 0.052	▲ 6.840	▲ 0.018	▲ 7.888	▲ 0.049	▲ 1.576	▲ 0.095	▲ 1.145	▲ 0.090
有意水準	**	*	***	-	***	-	***	-	-	-	-	-

表19-③

ROA(総資産利益率), 1年後の売上高伸び率の変化に対する配当性向の弾性値

	全産業								製造業		非製造業	
	全規模		大企業		中堅企業		中小企業		全規模		全規模	
	ROA	売上高 伸び率 (1年後)	ROA	売上高 伸び率 (1年後)	ROA	売上高 伸び率 (1年後)	ROA	売上高 伸び率 (1年後)	ROA	売上高 伸び率 (1年後)	ROA	売上高 伸び率 (1年後)
61～11 係数	▲ 3.057	0.055	▲ 3.607	0.010	▲ 5.338	0.068	▲ 3.432	0.084	▲ 3.655	0.074	▲ 1.931	0.026
有意水準	***	***	***	-	***	**	***	***	***	***	***	-
61～70 係数	▲ 4.379	▲ 0.029	▲ 3.963	▲ 0.020	▲ 6.142	▲ 0.087	▲ 5.156	▲ 0.000	▲ 7.139	▲ 0.030	▲ 1.182	▲ 0.022
有意水準	***	-	***	-	***	*	***	-	***	-	-	-
71～80 係数	▲ 7.629	0.081	▲ 7.986	0.055	▲ 8.771	0.095	▲ 6.379	0.079	▲ 7.245	0.103	▲ 8.022	0.037
有意水準	***	**	***	-	***	-	***	*	***	**	***	-
81～90 係数	▲ 6.462	▲ 0.007	▲ 7.710	▲ 0.177	▲ 9.481	▲ 0.086	▲ 7.163	0.010	▲ 6.521	0.031	▲ 6.297	▲ 0.063
有意水準	***	-	***	**	***	-	***	-	***	-	***	-
91～00 係数	▲ 9.939	▲ 0.074	▲ 16.687	▲ 0.203	▲ 15.216	▲ 0.138	▲ 12.187	0.027	▲ 8.412	▲ 0.011	▲ 13.688	▲ 0.154
有意水準	***	-	***	-	***	-	***	-	***	-	***	-
01～11 係数	▲ 1.584	▲ 0.059	▲ 3.207	▲ 0.395	▲ 6.771	0.024	▲ 8.092	▲ 0.030	▲ 2.033	▲ 0.039	▲ 1.288	▲ 0.116
有意水準	**	-	***	***	***	-	***	-	*	-	-	-

堅企業でより大きくなっていった。

配当金、役員賞与と、当期純利益の関係について、散布図を用い全期間でみると、当期純利益が増加すれば配当金、役員賞与ともに増える関係にあるが、当期純利益がある水準を越えた際、配当金は急増する傾向にあるが役員給与はそうではなかった。規模別では、大企業ほど当期純利益の変化に敏感に配当政策を行っているとの結果となった。年代別では、配当金や役員賞与の係数は、85年度頃までは低下傾向にありながらも、全期間で確認された大小関係を概ね維持していたが、以降は有意水準も含めて複雑な動きを示すようになっている。85年以降の当期純利益と配当金、役員賞与の関係の有意水準、係数を含めた複雑な動きは、4節(3)で見た付加価値額と労働分配率の関係が有意水準や係数も含め年代を問わず比較的安定していたのとは対照的である。

成長率の高い企業は、魅力的なプロジェクト計画を多く抱えそのための投資資金を確保するため、利益をより多く社内留保とし、結果として配当性向が低くなるとの考え方があつた。そこで配当性向と企業の成長率の関係を確認したが、明確に

は確認はできなかった。

## VI 内部留保の運用

5節において、当期純利益の動きや、当期純利益とその内訳である配当金などの関係を確認したが、役員賞与、配当金が企業外部に流出するものであるのに対して、社内留保は企業内部にストック、すなわち内部留保として蓄積されるものである。内部留保は設備投資や運転資金として活用されるが、活用の段階では内部留保だけではなく、市場から調達した資金や銀行からの借入金など様々な資金と共に「資金」という形で運用されることになる。

本節においては、内部留保の運用(使い道)について確認していくが、運用段階では「資金」の一部となってしまうため、内部留保のみがどう運用されたかを確かめるのは困難である。そこで、フローである社内留保と資金運用項目の動きとの相関関係に着目して内部留保の運用を推測する。なお、本稿においては、「その他の資金運用」、「土地への支出」、「運転資金」、「設備投資」、「無形固

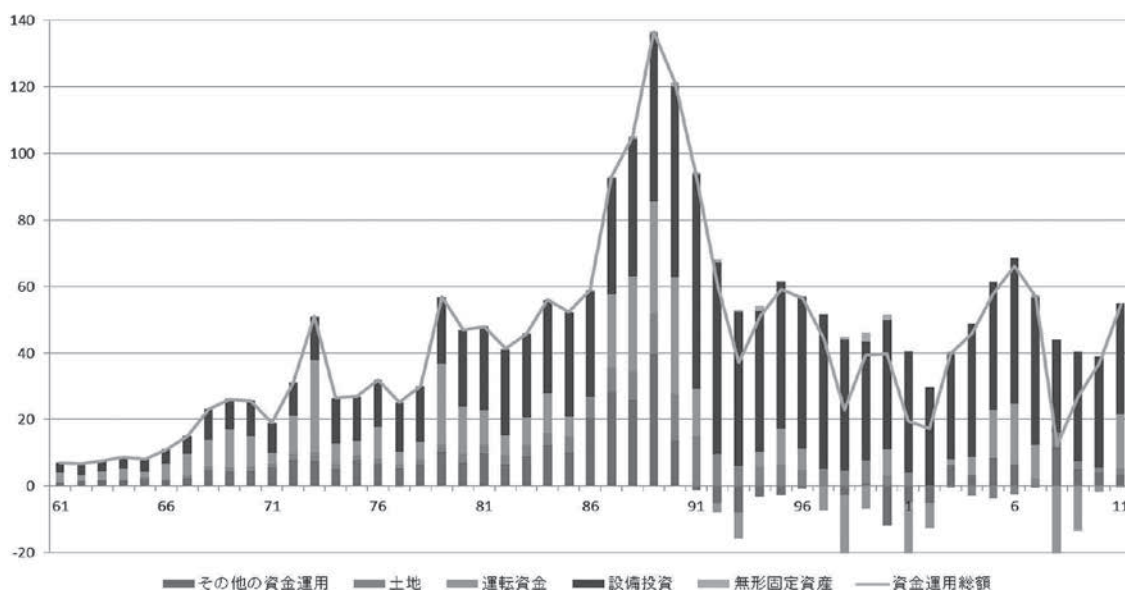


図 20 資金運用の推移（兆円）

定資産」の5項目の合計を資金運用総額とする<sup>23)</sup>。

(1)で資金運用総額の推移を概観した後、(2)で社内留保が変化した場合、「その他の資金運用」などの資金運用項目がどう変化していたかとの視点から考察していくこととする。

### (1) 資金運用総額の推移の概観

資金運用総額の推移を内訳も合せ表したものが、図表 20 である。

図表 20 によれば、資金運用総額は、バブル期までは順調に伸びてきたが、その後、急減し 2000 年以降は概ね 1980 年代前半レベルで推移し

ている。

内訳をみると、「その他の資金運用」や「土地への支出」、「運転資金」はバブル期に急増した後、急減し、その後も増加することなく現在に至っている。「設備投資」もバブル期前後は同様の動きを示したが、他の3項目に比べるとそのペースは穏やかであった。バブル崩壊後も現在に至るまで概ね横ばいで推移していることから、資金運用総額全体が大きく水準を下げる中で「設備投資」の占めるウェイトはバブル期の概ね 1/3 から、2/3 にまで上昇している。

企業の（バブル的でない）本来の活動を支える「運転資金」や「設備投資」がバブル期に増加し、その後は減少或いは横ばいとなっているということは、バブル期には土地や有価証券への投資に代表されるバブル的投資のみではなく、企業の（非バブル的な）本来の活動も活発であり、その後は低迷しているといえる。ただし、バブル崩壊後の「運転資金」の減少の一因としては、企業活動の低迷のみではなく在庫や対外貸付の縮小など企業努力も考えられよう。また、「設備投資」の緩や

#### 23) 【定義】

1. その他の資金運用：現金・預金＋一時有価＋その他資産
2. 土地への支出：土地
3. 運転資金：在庫投資＋売掛金
4. 設備投資：ソフトウェアを除く設備投資
5. 無形固定資産：無形固定資産

（「法人企業統計」上の名称）

なお、これらの定義は概ね、原田、日野（2002）と同様。

かな減少や横ばいの一因としては、維持更新など最低限の必要経費が存在することや、成長のための必要経費でもあることから、ある程度の投資が常に行われていたと考えられる。

更にいえば、バブル崩壊後は、運転資金を絞った上で必要な設備投資のみを行うという企業体質に変わったといえるのかもしれない。

## (2) 社内留保と資金運用項目との関係

ここでは、内部留保がどう支出されていたかを考えることにするが、既述のように内部留保の運用は、企業内部で色分けされるものではなく一括して「資金」として運用されるため、内部留保のみがどう運用されたかを確かめるのは困難である。そこで、フローである社内留保と資金運用項目の変化の相関関係を推計し、内部留保が、社内留保との相関関係のより強い運用項目に支出されたのではないかと考える。

そこで、社内留保が変化した場合「その他の資金運用」など資金運用項目が、どう変化したかという視点から、社内留保の変化に対する「その他の資金運用」などの相関関係や弾性値を推計、整理したものが図表 21 - ①である。なお、株価や地価が、社内留保の運用に影響を与えているとも考えられるため、株価や地価を入れた重回帰分析も行う(図表 21 - ②)。

推計方法は以下の通り。

(イ) データの加工：法人企業統計のうち、継続的なデータの取れる業種、或いは簡単な加工により継続性を持たせられる業種計 23 業種を、5 年ごとのパネルデータとする<sup>24)</sup>。

(ロ) 推計式：被説明変数を各資金運用金額(各資金運用金額/売上高、%)、説明変数を社内留保額(社内留保額/売上高、%)として単回帰分析を行う<sup>25)</sup>。

(ハ) 説明変数に日経平均(前年比、%)、市街地価価格指数(前年比、%)を加え、重回帰分析を行う。

### ① 社内留保の変化が資金運用に与える影響

まず、図表 21 - ①に関し相関関係の強弱を中心にみる。全期間では相関関係が強いのは「その他の資金運用」、「運転資金」、弱いのは「土地への支出」、「設備投資」、「無形固定資産」である。

時系列的にバブル期前後を中心にみると「その他の資金運用」、及び「無形固定資産」はバブル期には相関関係を弱めており、むしろバブル崩壊後に関係を強めている。「運転資金」は、バブル期も含む 81 ~ 95 年には相関関係が弱く、96 年以降に急激に強くなっている。「土地への支出」はバブル期に相関関係は強まっていたが、バブル崩壊後もその傾向は続き、(近年では) 96 ~ 00 年に最も強くなっている。「設備投資」は、81 ~ 85 年が最も相関関係が強く、その後はバブル期も含め弱まる傾向にある。5 つの資金運用項目の社内留保との関係をまとめると、そもそも相関関係は強くはなく、時系列的にはバブル期に「その他の資金運用」や「土地への支出」も含め、バブル期に関係が高まった項目はない。すなわち、バブル期の社内留保の増大が、有価証券や土地投資に結びついたとはいえないようである。

むしろ、「その他の資金運用」や「土地への支出」の相関関係はバブル崩壊後に強まっていることから、バブル期の「その他の資金運用」や「土地への支出」は内部留保以外の資金市場から調達した資金や銀行からの借入金などに依り、バブル崩壊後は内部留保以外の資金との関係が薄れ、急激な社内留保の減少がダイレクトに「その他の資金運用」や「土地への支出」の急減に結びついたのではないかと考えられる。

<sup>24)</sup> 脚注 11 と同様

<sup>25)</sup> 当期純利益、各内訳を売上高で除している理由は、

5 節 (2) と同様である。

表 21 - ①

## 社内留保の使い道（説明変数：社内留保のみ）

被説明変数		その他の 資金運用	土地	運転資金	設備投資	無形固定資産
説明変数		社内留保	社内留保	社内留保	社内留保	社内留保
61 ~ 11	係数	0.7435	0.1653	1.2474	0.7851	0.0201
	有意水準	***	***	***	***	**
	R2	0.0922	0.0059	0.1724	0.0285	0.0043
61 ~ 65	係数	0.8406	1.1519	2.6983	3.6271	0.0646
	有意水準	-	-	***	***	-
	R2	0.0151	0.0236	0.1374	0.0678	0.0071
66 ~ 70	係数	1.1209	0.9510	2.3177	1.9785	0.1039
	有意水準	***	***	***	***	**
	R2	0.1242	0.0799	0.3276	0.0654	0.0496
71 ~ 75	係数	0.7952	0.3217	2.5533	▲ 0.6805	0.0391
	有意水準	***	***	***	*	***
	R2	0.1324	0.1576	0.3746	0.0308	0.0953
76 ~ 80	係数	0.3869	0.0561	0.8640	▲ 0.4855	0.0281
	有意水準	***	-	***	-	-
	R2	0.0929	0.0145	0.1730	0.0128	0.0161
81 ~ 85	係数	0.3797	0.0685	0.2986	1.0638	▲ 0.0363
	有意水準	*	-	*	***	**
	R2	0.0316	0.0049	0.0259	0.0901	0.0429
86 ~ 90	係数	0.4719	0.1700	1.0440	0.7495	0.0028
	有意水準	*	-	***	***	-
	R2	0.0304	0.0206	0.0942	0.0712	0.0008
91 ~ 95	係数	0.7218	▲ 0.2598	0.1962	▲ 0.2927	▲ 0.0921
	有意水準	***	**	*	-	***
	R2	0.1612	0.0524	0.0248	0.0103	0.1408
96 ~ 00	係数	0.1360	▲ 0.1556	0.6754	0.1777	0.0154
	有意水準	-	***	***	-	-
	R2	0.0148	0.0752	0.2178	0.0082	0.0113
01 ~ 05	係数	0.3041	▲ 0.0670	0.6600	0.4391	0.0470
	有意水準	***	-	***	***	-
	R2	0.0636	0.0177	0.3403	0.1000	0.0220
06 ~ 11	係数	0.4576	0.0278	0.4796	0.3408	0.0109
	有意水準	***	-	***	***	-
	R2	0.1234	0.0035	0.1628	0.0929	0.0038

図 21-②

## 社内留保の使い道 (説明変数: 社内留保, 株価, 地価)

被説明変数 説明変数	その他の資金運用			土地			運転資金			設備投資			無形固定資産			
	社内留保	株価	地価	社内留保	株価	地価	社内留保	株価	地価	社内留保	株価	地価	社内留保	株価	地価	
61 ~ 11	係数 有意水準 R2	0.5436 *** 0.1836	0.0199 *** ▲ 0.0032	0.0827 *** 0.0089	0.0808 - 0.0287	0.0008 - 0.0685	0.0406 *** 0.0158	0.9362 *** 0.1453	0.0000 ** ▲ 0.0211	0.3144 *** 0.0828	0.4192 *** 0.1164	0.0000 - 0.0060	0.1783 *** 0.0387	0.0103 - 0.0564	▲ 0.0003 - ▲ 0.0073	0.0050 *** 0.0019
61 ~ 65	係数 有意水準 R2	0.8191 - 0.0154	0.0032 - 0.0163	0.0089 - 0.0489	1.1537 - 0.0338	0.0685 - ▲ 0.0027	0.0158 - 0.0623	2.5038 *** 0.1548	▲ 0.0211 - 0.0073	0.0828 - 0.0017	3.5448 *** 0.0688	0.0060 - 0.0169	0.0387 - 0.0397	0.0564 - 0.0175	▲ 0.0073 - 0.0016	0.0019 - 0.0021
66 ~ 70	係数 有意水準 R2	1.0663 *** 0.1428	0.0163 - 0.0149	0.0489 - ▲ 0.0303	0.9441 *** 0.0874	▲ 0.0027 - 0.0089	0.0623 - ▲ 0.0089	2.2978 *** 2.5108	0.0073 - ▲ 0.0061	0.0017 - 0.0086	1.9244 *** ▲ 1.1973	0.0163 - 0.0163	0.0397 - 0.1202	0.0991 ** 0.0445	0.0016 - ▲ 0.0003	0.0021 - ▲ 0.0013
71 ~ 75	係数 有意水準 R2	0.9399 *** 0.2151	0.0149 - 0.0076	▲ 0.0303 - 0.0643	0.3626 *** 0.1795	0.0023 - 0.0026	0.0089 - 0.0051	0.3290 *** 0.3779	▲ 0.0061 - 0.0021	0.0086 - 0.1005	▲ 1.1973 *** ▲ 0.5532	0.0163 - 0.0012	0.1202 ** 0.0605	0.0445 ** 0.0346	▲ 0.0003 - 0.0033	▲ 0.0013 - ▲ 0.0074
76 ~ 80	係数 有意水準 R2	0.4618 *** 0.1163	▲ 0.0076 - 0.0237	0.0643 * 0.0172	0.0492 - 0.0181	0.0026 - 0.0039	0.0051 - ▲ 0.0350	0.7537 *** 0.1945	▲ 0.0021 - 0.0284	0.1005 - 0.0533	▲ 0.5532 - 0.0146	0.0012 - ▲ 0.0198	0.0605 - ▲ 0.0214	0.0346 - 0.0543	0.0033 - ▲ 0.0028	▲ 0.0074 - ▲ 0.0077
81 ~ 85	係数 有意水準 R2	0.3886 * 0.0383	0.0237 - 0.0011	0.0172 - ▲ 0.1892	0.0679 - 0.0124	▲ 0.0039 - ▲ 0.0035	0.0350 - ▲ 0.0003	0.3084 * 0.0362	0.0284 - ▲ 0.0030	0.0533 - 0.1100	1.0565 *** 0.0916	▲ 0.0198 - ▲ 0.0135	▲ 0.0214 - ▲ 0.0019	0.0372 ** 0.0562	▲ 0.0028 - ▲ 0.0007	▲ 0.0077 - ▲ 0.0005
86 ~ 90	係数 有意水準 R2	0.6249 ** 0.0951	0.0011 - 0.0243	▲ 0.1892 * 0.0691	0.1654 - 0.0274	▲ 0.0035 - ▲ 0.0017	0.0003 - 0.0923	0.9517 *** 0.1121	▲ 0.0030 - 0.0285	0.1100 - 0.0675	0.7326 *** ▲ 0.5118	▲ 0.0135 - ▲ 0.0254	▲ 0.0019 - 0.1535	0.0022 - ▲ 0.0989	▲ 0.0007 - 0.0022	▲ 0.0005 - 0.0073
91 ~ 95	係数 有意水準 R2	0.6595 *** 0.1959	0.0243 - 0.0205	0.0691 * 0.5316	▲ 0.3777 *** 0.1700	▲ 0.0017 - 0.0077	0.0923 *** 0.0619	0.1403 - 0.1052	0.0285 ** 0.0017	0.0675 ** ▲ 0.6311	▲ 0.5118 * 0.2028	▲ 0.0254 - ▲ 0.0022	0.1535 ** 0.3928	▲ 0.0989 *** 0.1595	0.0022 - 0.0034	0.0073 - 0.0033
96 ~ 00	係数 有意水準 R2	0.2513 ** 0.1518	0.0205 *** 0.0121	0.5316 *** 0.3297	▲ 0.1341 ** 0.1218	0.0077 ** 0.0041	0.0619 - 0.3119	0.6168 *** 0.4821	▲ 0.0017 - 0.0258	▲ 0.6311 * ▲ 0.2027	0.2028 * 0.4990	▲ 0.0022 - ▲ 0.0068	0.3928 - 0.1722	0.0273 * 0.0535	0.0034 *** ▲ 0.0005	0.0033 - 0.0231
01 ~ 05	係数 有意水準 R2	0.2871 ** 0.0912	0.0121 - 0.0141	0.3297 - 0.0048	0.0051 - 0.1410	0.0041 - 0.0010	0.3119 *** 0.0824	0.4821 *** 0.5027	0.0258 *** 0.0156	▲ 0.2027 - ▲ 0.6474	0.4990 *** 0.3609	▲ 0.0068 - 0.0160	0.1722 - 0.2912	0.0535 - 0.0244	▲ 0.0005 - 0.0002	0.0231 - 0.0540
06 ~ 11	係数 有意水準 R2	0.4608 *** 0.1241	▲ 0.0037 - 0.0177	▲ 0.0048 - 0.0177	0.0371 - 0.0177	0.0010 - 0.0177	0.0824 - 0.0177	0.4144 *** 0.2725	▲ 0.0156 - 0.0156	▲ 0.6474 *** 0.2725	0.3609 *** 0.1112	0.0160 - 0.0160	0.2912 - 0.0624	0.0178 - 0.0624	▲ 0.0002 - 0.0624	0.0540 * 0.0624



## ② 社内留保、株価、及び地価の変化が資金運用に与える影響

まず、図表 21 - ②に関し相関関係の強弱を中心にみる。全期間の強弱関係を図表 21 - ①と比べた場合の特徴は「運転資金」は関係がやや弱まり<sup>26)</sup>、その他の項目は関係が強まっていることが挙げられる。企業の（バブル的でない）本来の活動を支える「設備投資」や「無形固定資産」が図表 21 - ②で相関関係が大幅に強くなっているが、これは企業が、株価や地価の上昇・低下を景気の強弱のシグナルと捉え、設備投資や無形固定資産投資の判断材料としていることの表れかもしれない。なお、係数では、社内留保を始め、株価、地価でも多くの運用項目でプラス、かつ有意水準を満たすものとなっている。

時系列的にバブル期前後を中心にみると、運用項目の多くの期間で地価、株価の係数はマイナス、或いは有意水準を満たさない結果となっており、株価、地価が運用項目の動きを明確に説明できていない。相関関係では、21 - ①と概ね同様の傾向である。やはり、バブル期の社内留保の増大が、有価証券や土地投資に結びついたとはいえないようである<sup>27)</sup>。

### （小括）

資金運用総額は、バブル期までは順調に伸びてきたが、その後、急減し 2000 年以降は概ね 1980 年代前半レベルで推移している。内訳をみると、「その他の資金運用」や「土地への支出」、「運転資金」はバブル期に急増した後、急減し、その後

も増加することなく現在に至っている。「設備投資」もバブル期前後は同様の動きを示したが、他の 3 項目に比べるとそのペースは穏やかであった。

社内留保と資金運用項目の変化の相関関係の強弱を中心にみると、全期間では相関関係が強いのは「その他の資金運用」、「運転資金」、弱いのは「土地への支出」、「設備投資」、「無形固定資産」である。各資金運用項目の社内留保との関係をまとめると、そもそも相関関係は強くはなく、時系列的にはバブル期に「その他の資金運用」や「土地への支出」も含め、バブル期に関係が高まった項目はない。すなわち、バブル期の社内留保の増大が、有価証券や土地投資に結びついたとはいえないようである。むしろ、「その他の資金運用」や「土地への支出」の相関関係はバブル崩壊後に強まっていることから、バブル期の「その他の資金運用」や「土地への支出」は内部留保以外の資金市場から調達した資金や銀行からの借入金などに依り、バブル崩壊後は内部留保以外の資金との関係が薄れ、急激な社内留保の減少がダイレクトに「その他の資金運用」や「土地への支出」の急減に結びついたのではないかと考えられる。

社内留保と資金運用項目の変化の相関関係の強弱を株価、地価も加えてみると、全期間では、「運転資金」でやや弱まり、その他の項目は関係が強まっている。企業の（バブル的でない）本来の活動を支える「設備投資」や「無形固定資産」が図表 21 - ②で相関関係が大幅に強くなっているが、これは企業が、株価や地価の上昇・低下を景気の強弱のシグナルと捉え、設備投資や無形固定資産投資の判断材料としていることの表れかもしれない。

## Ⅶ 結論と今後の課題

### (1) 結論

本稿においては、「2 節. 付加価値の推移」において付加価値全体の長期的な推移を概観した

26) 図表 21 - ②でも「運転資金」の相関関係は（やや弱まったとはいえ）強く、図表 21 - ①と合わせ、企業は運転資金・運転資金を社内留保で賄うという意味で企業は堅実な経営を行っていたといえるのかもしれない。

27) 原田、日野（2002）は概ね同様の推計方法、結果を得た上で「株価、地価の予想が資金運用に影響を与えるのに対して、ここで使ったデータは現実の値に過ぎない。従って、ここで得られたデータ結論の解釈には慎重を期すべき」と指摘している。

後、3～6節において分析を行ったが、3節以下で確認できたことは以下の通りである。

付加価値の労働と資本への分配という観点からは、「人件費安定化政策」と、負債の圧縮など企業の財務体質改善への努力によると考えられるバブル崩壊後の支払利息構成比の減少傾向や、60年代からの動産・不動産賃借料構成比の増加傾向、営業純益構成比の90年代半ばからの増加傾向などが確認できた。

付加価値の労働への分配という観点から「人件費安定化政策」を実証分析したところ、大企業、製造業に特にその傾向が強く、反面、中小企業ではそれほどでもなかったことがわかった。

付加価値の資本への分配という観点からは、当期純利益のうち、役員賞与、配当金は、2000年頃までは当期純利益の増減にあまり関係なく安定した動き（「安定配当政策」）を示していたが、役員賞与は2002年度に過去最高の伸び率を示し2007年度には過去最大の落ち込みとなるなど2000年以降、振幅が大きくなっており、配当金も振幅を大きくしながら、伸び率がより高止まる傾向にあり、大企業、中堅企業でより強まっていることがわかった。

配当金、役員賞与と当期純利益の関係では、当期純利益が増加すれば配当金、役員賞与ともに増える関係にあるが、当期純利益がある水準を越えた際、配当金は急増する傾向にあるが役員給与はそうではなかった。規模別では、大企業ほど当期純利益の変化に敏感に配当政策を行っていたが、年代別では、85年以降ははっきりした傾向はつかめなかった。

内部留保の運用という観点から、社内留保と資金運用項目の変化の相関関係の強弱を中心に確認した結果、そもそも相関関係は強くはなく、時系列的にはバブル期に「その他の資金運用」や「土地への支出」も含め、バブル期に関係が高まった項目はない。すなわち、バブル期の社内留保の増大が、有価証券や土地投資に結びついたとはいえ

ないようである。むしろ、「その他の資金運用」や「土地への支出」の相関関係はバブル崩壊後に強まっていることから、バブル期の「その他の資金運用」や「土地への支出」は内部留保以外の資金市場から調達した資金や銀行からの借入金などに依り、バブル崩壊後は内部留保以外の資金との関係が薄れ、急激な社内留保の減少がダイレクトに「その他の資金運用」や「土地への支出」の急減に結びついたのではないとも考えられる。

社内留保と資金運用項目の変化の相関関係の強弱を株価、地価も加えてみると、全期間では、「運転資金」は関係がやや弱まり、その他の項目は関係が強まっている。企業の（バブル的でない）本来の活動を支える「設備投資」や「無形固定資産」の関係が大幅に強くなっているが、これは企業が、株価や地価の上昇・低下を景気の強弱のシグナルと捉え、設備投資や無形固定資産投資の判断材料としていることの現れかもしれない。

## (2) 今後の課題

当期純利益と配当金や役員賞与の関係を、85年以降、明確に捉えることができなかった。2000年以降の配当金、役員賞与の以前とは異なる動きに加え、85年頃から従来とは異なるファクターが配当金、役員賞与の決定方法に加わりだしたのかもしれない。

内部留保の運用に関しては、社内留保と各運用項目の相関係数がそもそも低く、株価や地価の影響が「その他の有価証券」や「土地への支出」などへもほとんど見られないなど、推計が適切かつ十分に行われたとは言い難い。

上記、特に内部留保はデフレ克服、消費増税による景気低迷を防ぐ「賃上げ」の原資とも考えられることから、その分析は重要なものと思う。今後の課題としたい。 (以上)

### 主要参考文献

- ・生駒道弘「企業の配当政策とくに日本の場合」『経営学論集 63 P325～326』（1993年）日本経営学会

- ・岩井千尋「株主重視ガバナンスと従業員重視ガバナンス」『商経学叢 第54巻第3号 P145～167』（2008年）近畿大学
- ・鶴崎清貴「配当政策の理論モデルに対する一考察」『経営学論集 65 P239～245』（1995年）日本経営学会
- ・大森香織，星野靖雄「役員報酬，賞与と企業の市場価値変化との関係について」『経営行動科学第17巻第2号 P85～95』（2003年）経営行動科学学会
- ・大和田雅英「資本と労働の効率」『フィナンシャルレビュー 第62号 P81～101』（2002年）財務省
- ・小椋康宏「配当政策に関する一考察」『経営論集 20 P65～85』（1982年）東洋大学
- ・小栗崇資「内部留保の現代的課題～その分析方法と分析方式」『経済No. 204 P28～37』（2012年）新日本出版社
- ・斉藤静樹『財務会計：財務諸表分析の基礎 第6版』（2009年）有斐閣
- ・財務総合政策研究所「資料：法人企業統計調査の変遷と概要」『フィナンシャルレビュー第107号 P97～120』（2011年）
- ・桜井久勝，須田一幸『財務会計・入門：企業活動を描き出す会計情報とその活用法 第8版』（2011年）有斐閣
- ・櫻田譲「バブル崩壊後のわが国中小法人における役員報酬決定要因」『山口経済学雑誌第51巻第5号 P23～49』（2003年）
- ・佐藤正「1970年以降におけるわが国大企業の所有構造と企業業績」（2006年）『上武大学経営情報学部紀要 P51～118』上武大学
- ・新屋吉昭，能瀬憲二，岸野崇，菊田逸平，茨木秀行「資金面からみた最近の企業行動の特徴」『経済財政分析ディスカッションペーパー DP/05-5』（2005年）内閣府
- ・須合智広，西崎健司「わが国における労働分配率についての一考察」『金融研究 2002. 6 P125～169』（2002年）日本銀行
- ・武田隆二「配当政策の最近の動向」『国民経済雑誌 152（3） P63～83』（2013年）神戸大学
- ・谷江武士「内部留保とは何か，何に使っているのか」『経済No. 204 P38～47』（2012年）新日本出版社
- ・内閣府『年次経済報告 2008 P66～84』（2008年）
- ・永濱利廣「産業構造変化，規模の変化などの概観」『フィナンシャルレビュー第62号 P7～35』（2002年）財務省
- ・中村友哉「経営者報酬に関する研究動向」『FSA Institute Discussion Paper Series 2011 - 9』（2012年）金融庁金融研究センター
- ・花枝英樹「配当政策の理論」『経済学研究第68巻第4・5号 P1～25』（2002年）九州大学
- ・花枝英樹「配当政策の実証分析」『成城大学経済研究（97） P45～60』（1987年）成城大学
- ・花崎正晴，TRAN THI THU THUY「規模別および年代別の設備投資行動」『フィナンシャルレビュー第62号 P36～62』（2002年）財務省
- ・原田泰，日野直道「労働と資本の配分，利益処分」『フィナンシャルレビュー第62号 P102～123』（2002年）財務総合政策研究所
- ・原田泰，中田一良「大停滞はなぜ起こったのか：資源配分の非効率か，全要素生産性の低下か？」『ESRI Discussion Paper Series No. 78 P1～22』（2003年）内閣府
- ・原田泰，飯田泰之「90年代以降の大停滞期に対する説明仮説について—VARモデルによる検証—」『ESRI Discussion Paper Series No. 123 P1～20』（2004年）内閣府
- ・広田真一，山田宏昭「人的資本と配当政策：日本企業の実証分析」『WIF06001』（2006年）早稲田大学ファイナンス研究所
- ・宮沢俊郎「日本経済の「超低成長」と設備投資」『岩手県立大学宮古短期大学部研究紀要 18（2） P15～30』（2007年）岩手県立大学
- ・宮本光晴「なぜ日本型成果主義は生まれたのか」『日本労働研究雑誌 No. 585 P30～33』（2009年）労働政策研究・研修機構
- ・山田亮，戸田淳仁，村上貴昭「なぜ賃金は抑制されたのか～前回景気回復期とバブル期の比較を中心に～」『New ESRI Working Paper Series No.12』（2009年）内閣府
- ・IMF「World Economic Outlook Spillovers and Cycles in the Global Economy April 2007 P161～192」（2007年）

本論文は所定の査読制度による審査を経たものである。

採択決定日：2014年1月9日

日本大学経済学部 経済集志・研究紀要編集委員会