

日・米・加非製造業における自己資本経常利益率決定 メカニズムの解明

伊藤研一・道明義弘・井澤裕司

1. はじめに

本稿は、日本、アメリカ、カナダの製造業を対象とした前稿¹⁾に引き続き、非製造業を対象に、目標利益率としての自己資本経常利益率がどのように決定されているのか、その決定メカニズムの解明を試みることを課題としている。

これらの製造業と非製造業の行動特性については、本稿と同一のパネルデータを使用した分析から、すでにつきのような傾向が明らかにされている。²⁾「日本企業の場合、製造業では、大企業は正味財務レバレッジ効果、店頭企業では、総資本事業利益率、非製造業では、大企業、店頭企業ともに、投資営業利益率が自己資本経常利益率を決定する主要な作用因である。これをどのように決定していくかが日本企業の課題であり、自己資本経常利益率が低下している現状においては、それぞれに、適切な戦略を選択することが必要である。ただ、日本企業の場合には、他の国の企業に比べて、非常に多様な要因が作用しているために、その行動をコントロールすることはかなり難しいといわなければならないであろう。どの要因を操作すれば、どのように自己資本経常利益率が変化するかを特定することが困難な状況にすらある。

アメリカ企業については、すべての企業グループにおいて、主要な作用因は、正味財務レバレッジ効果であり、自己資本経常利益率を決定するに際して、この要因をすべての企業が利用しつつ行動している。したがって、資金調達戦略のあり方が死命を制するという状況にあった。ところが、この行動は、製造業ではいまだに強く押し進められているが、非製造業においては、総資本事業利益率が主要な作用因として影響する状況になってきている。このことは、非製造業においては資金運用戦略が重要性を増してきていることを意味している。自己資本経常利益率をハードル利益率として設定し、総資本事業利益率を高めることによって、正味財務レバレッジ効果が小さくともハードルを超えることができるようにする。事業行動の本来の姿に帰りつつあるとも判断できる。アメリカ企業の行動の変化の方向に注視していかねばならないであろう。

カナダ企業では、すべての企業グループにおいて、総資本事業利益率が自己資本経常利益率の主たる決定要因である。正味財務レバレッジ効果は、非上場企業が利用しているにすぎない。カナダ企業では、資金運用戦略の策定が自己資本経常利益率をほぼ決定している。製造業、非製造

業ともにそれほど大きな差異はみられない。いずれも、投資営業利益率が重要な作用因であるが、製造業の上場企業においては、投資営業利益率を達成するために、コスト削減、投資回転率の操作などの努力が重ねられている。」

このように、これまでの分析から製造業と非製造業の行動特性には、傾向的相違が認められることが明らかにされているが、本稿では、日本、アメリカ、カナダの非製造業をあらためて対象とし、今までの研究に用いてきた財務分析結果のパネルデータに対して周知の Granger causality³⁾による因果関係分析を適用し、目標利益率としての自己資本経常利益率がどのように決定されているかを明らかにすることを課題としている。検証に使用する変数、実証モデル、分析対象期間は、すべて製造業を対象とした前稿と同一である。すなわち、使用変数は、自己資本経常利益率、総資本事業利益率、正味財務レバレッジ効果、期末従業員数増減率である。分析対象企業は、日本企業については、個別上場継続、連結上場、アメリカ企業については、上場継続、上場非継続、店頭登録継続、店頭登録非継続、そして、カナダ企業については、上場の非製造業に属する企業である。分析対象期間は、1980年から1997年である。このように、課題、方法ともに前稿と同一であり、実証モデルを含め、その詳細な記述は割愛したい。⁴⁾なお、分析対象会社数、観察数については、巻末資料の表を参照願いたい。

以下、分析結果にもとづいて、各国の製造業と対比させながら、⁵⁾非製造業の行動にみられる財務の論理のあり方に検討を加えることにしたい。⁶⁾

2. 非製造業における利益率決定のメカニズム

(1) 日本個別 上場継続企業

非製造業に属する日本の上場継続企業の場合、その自己資本経常利益率と総資本事業利益率はすべての期間においてフィードバックの関係にある。だが、自己資本経常利益率と正味財務レバレッジ効果の間に、フィードバック関係がみられる期間は、80年代にすぎず、90年代に入ると、正味財務レバレッジ効果は自己資本経常利益率によって一義的に決定されるようになる。この関係は分析対象期間全体においても認められる。80年代全体を通してこの関係がみられない理由は、80年代前半と後半とで、自己資本経常利益率が逆の関係のあり方を示していることによると考えられる。この自己資本経常利益率と総資本事業利益率の間には、プラスとマイナスという逆の決定関係が基本的に認められる。

このように、自己資本経常利益率は、期間を問わず総資本事業利益率によって決定され、また、80年代には正味財務レバレッジ効果もその決定に加わっている。ただ、期末従業員数増減率は自己資本経常利益率の決定には関係していない。正味財務レバレッジ効果は、基本的には自己資本経常利益率によって決定されており、総資本事業利益率とは関係がみられない。総資本事業利益率は、自己資本経常利益率によって決定され、86-90年には、正味財務レバレッジ効果によって決定されている。さらに、総資本事業利益率は、期末従業員数増減率の影響をこうむっている。正味財務レバレッジ効果についても同様である。80年代後半以降、期末従業員数増減率が上昇すれば、総資本事業利益率および正味財務レバレッジ効果は減少する、あるいは、その逆の関係が

示されている。

期末従業員数増減率は、自己資本経常利益率と総資本事業利益率によって決定されているが、正味財務レバレッジ効果とは関係がない。両方の利益率が期末従業員数増減率の決定要因となっている。この関係は、製造業にも認められ、日本企業は、製造業、非製造業ともに、基本的に、両方の利益率が従業員数の決定に作用しているといえる。ただし、その影響は、総資本事業利益率の方が少し大きいようである。利益率と雇用の間に認められる関係の方向は、ほぼプラスであることから、利益率の変化に応じて期末従業員数増減率が変化していることになる。

91-97年の非製造業においては、正味財務レバレッジ効果が1期前の自己資本経常利益率と3期前の期末従業員数増減率によって一義的に決定されている。この関係は非製造業に特有である。資金調達戦略のいかんは、自己資本経常利益率によって、それも、プラスの関係において決定されている。すなわち、自己資本経常利益率が上昇（低下）すれば、正味財務レバレッジ効果は上昇（低下）する。自己資本経常利益率が増加することによって、結果として、正味財務レバレッジ効果が増加することによって、結果として、正味財務レバレッジ効果が増加している。このように、正味財務レバレッジ効果の変化は自己資本経常利益率の変化の後を追っていることになり、非製造業では、自己資本経常利益率の変化に応じて正味財務レバレッジ効果を増加させてきていることがわかる。この意味で、非製造業では、資金調達戦略が自己資本経常利益率を引き上げることができるか否かの鍵を握る戦略となっているといえる。この状況を、予算における財務の論理が、90年代に至り、ようやく実行に移されてきているとみることも可能であろう。

非製造業の自己資本経常利益率は、基本的に、総資本事業利益率によって決定されている。ただ、80-85年には、正味財務レバレッジ効果が増加することによって決定されている。この自己資本経常利益率は、同時に、総資本事業利益率を決定している。自己資本経常利益率と総資本事業利益率の間にみられるこのような関係は、製造業にも認められる。両方の利益率は、それぞれの決定に逆の影響を及ぼしながら、相互に変化している。

このように、日本個別の非製造業に属する上場継続企業は、90年代に、正味財務レバレッジ効果を戦略変数として、自己資本経常利益率にしたがって正味財務レバレッジ効果を決定するという行動を採用してきているが、この行動に製造業とは異なる特性が認められる。総資本事業利益率が低下し続ける状況において、自己資本経常利益率を増加させることができた理由は、正味財務レバレッジ効果の上昇に求めることができる。非製造業の自己資本比率は製造業に比べて基本的に低い状況にあったが、資金調達方法を負債にあらためてシフトすることによって、自己資本経常利益率を増加させることが可能になった。同じ時期の製造業にみられる自己資本経常利益率と総資本事業利益率による正味財務レバレッジ効果の決定関係は、両方の利益率と正味財務レバレッジ効果とが連動して変化していることを示していたが、非製造業では、正味財務レバレッジ効果は、総資本事業利益率とは関係なく、自己資本経常利益率のみによって決定されている。

関係式の説明力の水準をみると、自己資本経常利益率を従属変数とする関係式の決定係数は、製造業の場合よりもかなり高くなっている。だが、その水準自体は、80-85年、91-97年に、0.5を超えているにすぎず、他の期間についても、0.3を超える水準にとどまっている。他の変数については、91-97年に0.3を超えるものもみられるが、他は、それほど大きくはない。

(2) 日本連結 上場企業

連結上場企業の場合には、各期間ごとに、かなり明確に政策が変化していることがわかる。すなわち、80-85年においては、自己資本経常利益率、総資本事業利益率および正味財務レバレッジ効果は、相互決定となっており、基本的に、それぞれ2期前が主要な決定原因となっている。だが、86-90年になると、正味財務レバレッジ効果が自己資本経常利益率を決定し、自己資本経常利益率が総資本事業利益率を決定するという一方向の関係が明らかになる。さらに、91-97年に至ると、総資本事業利益率が自己資本経常利益率を決定し、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するようになる。

80年代全体では、自己資本経常利益率と総資本事業利益率がフィードバックの関係にあり、正味財務レバレッジ効果が自己資本経常利益率を決定している。また、分析対象期間全体をみると、自己資本経常利益率と総資本事業利益率、正味財務レバレッジ効果はフィードバックの関係にある。だが、総資本事業利益率と正味財務レバレッジ効果の間には関係がみられない。

このように、明確な戦略が明らかになっていない80年代前半の状況から、80年代後半には、資金調達戦略がスタートとなって、自己資本経常利益率が変化し、自己資本経常利益率の変化に応じて、資金運用戦略が策定されるという政策の策定経路が明らかになっている。結果として、この時期には、日本企業は、自己資本経常利益率ではなく、総資本事業利益率を最終的な利益目標として行動していたことになる。この80年代後半には、正味財務レバレッジ効果は著しく低減している。その結果、自己資本経常利益率は低下したが、総資本事業利益率はむしろ上昇傾向にあった。このように、80年代後半には、資金運用の結果としての総資本事業利益率が、日本企業の行動を支えていたといえる。

ところが、90年代に入ると、資金調達戦略が資金運用戦略を決定し、この資金運用戦略によって自己資本経常利益率が決定されるという政策策定経路に変更がみられる。資金調達戦略の選択が最初であることは以前と変わらないが、それが、資金運用の結果に作用し、そこには逆の方向の関係が示されている。90年代には、総資本事業利益率は低減傾向にあるが、正味財務レバレッジ効果は上昇してきている。そして、自己資本経常利益率は資金運用の結果によって決定されるという関係にある。この関係においては、自己資本経常利益率が、利益目標として、企業の行動を支配しているということができよう。財務の論理からは、擬似的な関係とみなさざるをえないが、90年代の非常に悪化した環境のなかで、非製造業に属する日本企業の論理的な行動をこの関係の中にもみることができる。

全体としてみるならば、複雑な要因は関係しているが、連結決算にみる日本企業は、資金調達政策を戦略的要因としながら、自己資本経常利益率を目標利益率として、その行動をコントロールしようとしてきているとみることが可能であろう。製造業と基本的に異なる点は、正味財務レバレッジ効果が独立的に決定されているということである。非製造業においては、資金調達戦略が、行動の鍵を握っているといえる。

関係式の説明力の水準は、それほど高くはなく、すべての変数について、91-97年を除くと、その決定係数は、0.3程度である。ただ、91-97年については、決定係数が0.1程度になっており、その説明力は他の期間よりも低い。他の要因との関係を探る必要があることは、個別決算の場合と同様である。

(3) アメリカ 上場継続企業

アメリカの上場継続企業では、80-85年には、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果を決定し、期末従業員数増減率を決定するという関係のみが存在しているにすぎない。総資本事業利益率との関係、また、他の変数間の関係もみられない。だが、86-90年には、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果とともに総資本事業利益率を決定し、また、この総資本事業利益率が自己資本経常利益率を決定し、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するという関係があらわれる。さらに、総資本事業利益率と期末従業員数増減率の間には、フィードバックの関係がみられる。91-97年においても、自己資本経常利益率におけるフィードバック関係と、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するという関係が継続して認められる。

80年代全体をみると、この期間には、自己資本経常利益率が総資本事業利益率、正味財務レバレッジ効果を決定し、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するという関係と、総資本事業利益率と期末従業員数増減率の間にフィードバックの関係が存在している。また、分析対象期間全体には、自己資本経常利益率が総資本事業利益率、正味財務レバレッジ効果を決定し、また、総資本事業利益率が自己資本経常利益率を決定し、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するという関係が認められる。

このように、上場継続企業の場合、80年代には、基本的に、自己資本経常利益率によって正味財務レバレッジ効果が決定され、86年以降、正味財務レバレッジ効果によって総資本事業利益率が決定されるという行動が明らかになっている。これは、製造業とは異なった行動である。86年以降には、自己資本経常利益率と総資本事業利益率は相互決定の関係になっている。90年代になると、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果を決定するという関係はなくなり、総資本事業利益率が正味財務レバレッジ効果を決定するという関係に変わる。

アメリカ上場継続企業における資金調達戦略の決定は、利益率を基準として行っている。その基準は、80年代は自己資本経常利益率であったが、90年代には、総資本事業利益率に変わったといえる。80年代前半は、自己資本経常利益率がかなり高い水準にあったが、ここでは、その利益率の変化に合わせて、正味財務レバレッジ効果は変化していた。自己資本経常利益率が低下してきた80年代後半になると、正味財務レバレッジ効果は高められている。90年代には、総資本事業利益率が回復しているが、そこでも正味財務レバレッジ効果をさらに上昇させることによって、自己資本経常利益率を上昇させてきている。資金調達政策として、正味財務レバレッジ効果を徐々に上昇させる戦略を採用してきていることが、非製造業の大きな特徴となっている。このように、アメリカ上場継続企業の場合、資金調達政策をめぐる行動は、非製造業と、正味財務レバレッジ効果を急激に利用した製造業とではかなり異なっている。

この非製造業においても、日本企業と比較すると、アメリカ企業の行動は、各変数間の因果関係からみても、単純であり、自己資本経常利益率を目標利益率とする行動であることがわかる。

なお、雇用は、80年代前半は、自己資本経常利益率によって、後半は総資本事業利益率によって決定されており、80年代全体では、総資本事業利益率によって決定されている。だが、90年代には、雇用は独立的に決定されている。正味財務レバレッジ効果との関係はみられない。80年代後半には、雇用量の変化は、また、総資本事業利益率の決定に作用しているが、両変数の間には、従業員数の増加が総資本事業利益率を低下させ、従業員数の減少が総資本事業利益率を上昇させ

るという関係が認められる。利益率にしたがって従業員数を決めつつ、従業員数は利益率によっても決定されるというこの関係は、80年代後半に特有の現象である。

アメリカ上場企業の分析においては、自己資本経常利益率を従属変数とする場合の決定係数は、86-90年が、0.8を超える大きさであり、その説明力はかなり高いが、他の期間および他の変数については、80-85年の期末従業員数増減率を従属変数とする場合が、0.65、91-97年の正味財務レバレッジ効果を従属変数とする場合が、0.4程度であり、他はそれ以下になっている。したがって、全体としては、それほど説明力は高くはない。製造業と比較すると、かなり低い決定係数となっており、他の要因が作用していると考えられる。

(4) アメリカ 上場非継続企業

上場非継続企業の場合、80-85年には、自己資本経常利益率と総資本事業利益率の間にフィードバックの関係が、また、正味財務レバレッジ効果が自己資本経常利益率を決定し、総資本事業利益率も決定するという関係、さらに、自己資本経常利益率と総資本事業利益率が期末従業員数増減率を決定するという関係がみられる。だが、86-90年には、自己資本経常利益率が総資本事業利益率を決定し、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定するという関係がみられるにすぎない。91-97年になると、自己資本経常利益率と、総資本事業利益率および正味財務レバレッジ効果の間には、フィードバックの関係があらわれており、さらに、総資本事業利益率が正味財務レバレッジ効果を決定するという関係が認められる。

80年代全体には、どの変数の間にも因果関係はみられない。分析対象期間全体では、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果を決定するという関係があらわれているにすぎない。

このように、上場非継続企業の場合、期間ごとの特徴があらわれているが、長期的にみると、とくに、80年代全体としては、それぞれの変数がまったく独立的に決定されていたという特徴が認められる。80年代前半には、資金調達戦略が利益率を決定し、この利益率が雇用を決定していた。そして、80年代後半には、自己資本経常利益率と資金調達戦略にもとづいて資金運用戦略が策定されていた。だが、90年代になると、資金運用政策と資金調達政策の両方の決定が自己資本経常利益率に影響し、また、逆に、自己資本経常利益率が、資金運用戦略と資金調達戦略の策定に作用している。さらに、資金運用戦略の結果が資金調達政策に影響している。こうした分析結果から、少なくとも、非継続化した原因が、分析期間によって異なることがわかるであろう。80年代前半では、資金運用政策の失敗が、80年代後半には、資金調達政策の失敗が、そして、90年代においては、資金運用政策と資金調達政策の両方の失敗が、非継続化をもたらした主たる要因であると推測される。

以上の非製造業における分析結果は、製造業にみられる分析結果とは明らかに異なっている。とくに資金調達戦略の位置づけに、相違が顕著である。また、期末従業員数増減率も異なった作用を示していることがわかる。

なお、このような分析結果は、短期の個々の分析期間には、0.6以上の決定係数となっている。例外的に低い場合においても、0.4程度の高さである。十分な説明力とはいえないが、全体として、一定程度の説明力を有するとみられる。ただ、長期の分析結果については、ほとんど説明力をもたない。もっとも、その一因は、データの性質にあると考えられる。

(5) アメリカ 店頭登録継続企業

非製造業の店頭登録継続企業では、総資本事業利益率が自己資本経常利益率を決定するという関係が主要な関係であり、それ以外には、以下に示すわずかな関係がみられるにすぎない。80-85年には、正味財務レバレッジ効果と期末従業員数増減率が自己資本経常利益率を決定し、自己資本経常利益率と総資本事業利益率が期末従業員数増減率を決定するという関係がみられ、91-97年には、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果と総資本事業利益率を決定し、総資本事業利益率が期末従業員数増減率を決定するという関係が認められる。分析期間全体では、総資本事業利益率と自己資本経常利益率の間に、フィードバックの関係が存在している。

このように、アメリカの店頭登録継続企業では、80年代前半は、資金運用政策と資金調達政策の両方が自己資本経常利益率に作用しているが、80年代後半には、資金運用政策の結果によって自己資本経常利益率は決まっている。80年代では、資金運用政策が自己資本経常利益率を決め、自己資本経常利益率が資金調達政策を決定している。このように、期間によって異なる政策が採用されてきていることがわかる。

80年代前半の自己資本経常利益率は上昇しており、その上昇は、総資本事業利益率と正味財務レバレッジ効果の双方の上昇によってもたらされている。資金運用政策が成功し、また、資金調達政策も、正味財務レバレッジ効果を高めている。80年代後半になると、総資本事業利益率の低下によって自己資本経常利益率は減少に転じている。だが、90年代に入ると、自己資本経常利益率は再び上昇を始める。この上昇は、自己資本経常利益率の変化に応じて、総資本事業利益率を上昇させ、自己資本経常利益率の変化に合わせて、正味財務レバレッジ効果を変化させたことによる。総資本事業利益率が低下すれば自己資本経常利益率も低下し、正味財務レバレッジ効果は変化する。それぞれの期間によって自己資本経常利益率を変化させている政策が異なっており、作用している要因も変わってきているが、一貫して、総資本事業利益率、すなわち、資金運用戦略の採択結果が、自己資本経常利益率の変化に作用する主要な要因となっている。自己資本経常利益率の低下を招く主たる原因は、総資本事業利益率、すなわち、資金運用政策の失敗にある。

雇用をみると、80年代前半は、自己資本経常利益率の影響が大きく、90年代には、総資本事業利益率のみによって決定されている。この総資本事業利益率と雇用は逆の決定関係にある。

以上の分析結果をみるかぎり、非製造業では、製造業よりもかなり単純な関係が示されているといえる。

店頭登録継続企業の分析結果についての決定係数は、製造業の場合ほど高くない。短期的な期間区分においては、0.6以上の関係も多くみられるが、長期的な結果についての決定係数は、かなり低い。

(6) アメリカ 店頭登録非継続企業

店頭登録非継続企業の行動は非常に簡明である。まず、80-85年においては、正味財務レバレッジ効果が自己資本経常利益率を決定し、期末従業員数増減率が自己資本経常利益率を決定するという関係がみられるにすぎない。ついで、86-90年には、自己資本経常利益率が正味財務レバレッジ効果を決定し、総資本事業利益率が自己資本経常利益率を、また、正味財務レバレッジ効果が総資本事業利益率を決定している。91-97年には、自己資本経常利益率が総資本事業利益率

と正味財務レバレッジ効果を決定し、総資本事業利益率が期末従業員数増減率を決定している。80年代全体では、自己資本経常利益率と正味財務レバレッジ効果はフィードバックの関係にあり、総資本事業利益率が自己資本経常利益率を決定し、期末従業員数増減率が自己資本経常利益率を決定するという関係がみられる。分析対象期間全体では、自己資本経常利益率が総資本事業利益率を決定するという関係が存在しているにすぎない。

このように、店頭登録非継続企業では、80年代前半には、資金調達政策が自己資本経常利益率を決定しているにすぎず、資金調達戦略のいかんが決定的に重要な要因となっている。もっとも、この自己資本経常利益率は従業員数に応じて変化している。ところが、80年代後半になると、関係は一転し、資金運用政策が自己資本経常利益率を決定し、自己資本経常利益率のいかんが、資金調達戦略のあり方を決めていく。この資金調達戦略のあり方が、資金運用戦略の選択を決めることになる。これは、正味財務レバレッジ効果が低下し、総資本事業利益率がほぼ同じか上昇しているにもかかわらず、自己資本経常利益率がそれほど上昇せず、正味財務レバレッジ効果の上昇を求めている状況とみられる。集計データによれば、この期間には自己資本経常利益率は著しく低下し、正味財務レバレッジ効果も大きく低下している。だが、総資本事業利益率の変化は小さい。

そして、90年代に入ると、自己資本経常利益率が資金運用政策と資金調達政策を決定し、雇用は、資金運用政策のもとで決定されるようになる。90年代においても、自己資本経常利益率にしたがって資金運用と資金調達は変化しているとみられるが、その変化の方向は同じであり、自己資本経常利益率が上昇すれば、他の変数も上昇し、自己資本経常利益率が下降すれば、下降するということになる。集計データも、この期間の変数が同じ方向に変化していることを示している。

上場企業の非継続の場合と異なり、店頭登録企業が非継続化する原因の多くは、利益獲得能力の不足にあると推測される。自己資本経常利益率を有効に上昇させる方策が確立できないでいる。

以上の店頭登録非継続企業の分析結果にみる決定係数は、総資本事業利益率を従属変数とする分析においては、0.4から0.6を超える程度の大きさである。他は、期末従業員数増減率を従属変数とする91-97年の分析結果を除くと、かなり低い決定係数となっている。その一因は、やはり、データの性質にあると考えられる。

(7) カナダ 上場企業

カナダ上場企業の場合、80-85年には、自己資本経常利益率と総資本事業利益率および期末従業員数増減率がフィードバックの関係にあり、正味財務レバレッジ効果が自己資本経常利益率を決定している。86-90年には、自己資本経常利益率と総資本事業利益率および正味財務レバレッジ効果がフィードバックの関係にあり、総資本事業利益率が正味財務レバレッジ効果と期末従業員数増減率を決定している。91-97年には、自己資本経常利益率が総資本事業利益率を決定し、総資本事業利益率が期末従業員数増減率を決定するとともに、総資本事業利益率と正味財務レバレッジ効果がフィードバックの関係にある。80年代全体でみると、総資本事業利益率による期末従業員数増減率の決定関係だけが明らかにされており、さらに、分析期間全体では、自己資本経常利益率と総資本事業利益率の間にフィードバック関係がみられるにすぎない。

このように、カナダ企業においては、自己資本経常利益率と総資本事業利益率とは、基本的に

ほぼ同じ方向の相互決定の関係にあることがわかる。正味財務レバレッジ効果は、80年代前半は自己資本経常利益率を決定していたが、後半には相互決定となり、90年代には関係がみられなくなっている。80年代全体においても、その影響は総資本事業利益率よりも小さい。資金運用結果が自己資本経常利益率を決定する最大の要因であり、資金調達政策の影響は少ない。

カナダ企業では、総資本事業利益率の変化に対応して、期末従業員数増減率が変化しているとみられることから、その雇用は資金運用結果にもとづいて決定されているといえる。

カナダ企業の分析結果からは、長期間にわたってあてはまる因果関係がみられない。これは、データの変化の大きさに起因すると考えられる。他方、短期間の関係については、80-85年の自己資本経常利益率を従属変数とする分析における決定係数は、0.8を超えており、説明力は高い。その他の関係においても、0.5程度かそれ以上の決定係数であり、基本的には、一定の説明力の水準に達しているといえることができるであろう。

3. む す び

非製造業の分析において明らかになったことは、製造業とは異なる行動を個々の企業が採用してきているということである。製造業に属する企業の行動と比較すると、とくに、アメリカ企業の行動は単純になっている。その相違を個々にとりあげることなく、相違があるということだけをここでは指摘するにとどめたい。

日本、アメリカ、カナダ企業の分析結果を比較してみると、日本企業の行動の複雑さが明らかである。それは、以下に述べることと無関係ではないであろう。

本稿および前稿において措定したように、企業の行動目標あるいは財務目標を自己資本経常利益率とすれば、その立場は、すでに、経営の立場ではなく、資本、所有者の立場に立っていることになる。資本の側の評価基準として、自己資本経常利益率を採用し、行動の結果としての評価を行っている。そして、財務の論理が貫徹していれば、資金運用と資金調達は、自己資本経常利益率にしたがっており、資本の側の要求に応えるべく存在していることになる。わが国の商法によっても、株式会社は株主の所有に帰することは規定されているのであり、また、諸外国においても、それは当然のこととされている。したがって、文言上は、この論理は間違っていない。ところが、わが国の企業は、製造業においても、非製造業においても、この論理が通用しない。わが国企業の行動原理はこの論理にしたがわないところに存在している。その行動原理がどのようなものであるかについては軽々に述べることはできないが、財務の論理が貫徹していないことだけは明確にいえるところである。このような日本企業とは異なり、アメリカ、カナダの企業は、上場企業、店頭登録企業を問わず、また、製造業、非製造業を問わず、資本の立場に立って行動している。この相違は、グローバル・スタンダードについて日本企業を揺さぶっている大きな課題と直接関係している。日本企業においては、資本の立場は守られてはいない。アメリカ、カナダ企業においては、明確に、資本の立場が守られている。日本において資本の立場を前面に打ち出すことができるのか？これは、おそらく、日本文化に抵触する行動になる可能性が高く、非常に難しい状況をもたらすであろうと思われる。日本には、これまで、アメリカにおけるような、

資本の論理をどこまでも追い求める資本の立場にたつ人物はほとんど存在していなかったのではなかろうか。日本企業には、資本のために儲けるという発想そのものが存在せず、儲けることは資本のためではなく、会社全体のためであるということを書いてきていると考えざるをえない。儲からなくなったとき、利子の方が配当金よりも安いという理由だけで、資金調達を負債に切り替えるという考え方は、資本とは関係がないことを意味している。近年における負債の増加は、借入利息の低減以外にその根拠を求められない。これは、資本のためではなく、利益のためであり、会社のためである。アメリカ企業のドラスチックな行動は、自己資本経常利益率を維持するためにとられていると判断せざるをえないということを述べたが、それは、本稿および前稿において明らかなように、資本の立場が要求していることに答えるためであり、株主の利益のために他ならない。日本企業がアメリカ企業と同じ土俵の上で競争することは、非常に厳しいということに覚悟しておかなければならないと同時に、開かれた、グローバル・スタンダードにもとづく行動を追求するのであれば、行動原理の変更が求められていることを十分に認識しておかなければならない。企業文化の変革が不可避であり、急激な文化摩擦の発生が避けられないであろう。

本稿および前稿において、財務分析のシステムを用いて、「資本」（自己資本経常利益率）、「経営」（総資本事業利益率・正味財務レバレッジ効果）と「雇用」（期末従業員数増減率）の関係を分析してきた。この分析結果から、日本企業は、一般的に、「経営」に重点を置く行動を採用しており、アメリカ企業、カナダ企業は「資本」に重点を置く行動を採用してきているということも可能であろう。「雇用」は、日本の場合、「資本」と「経営」によって決定され、アメリカ企業、カナダ企業の場合には「経営」によって決定されているという相違がみられる。

このように、財務の論理に対する根本的な考え方の相違から、本稿および前稿で用いてきた財務分析システムにおける財務の論理は、アメリカ企業、カナダ企業には適用可能であり、現実の行動を説明するツールとなっているということができようであろうが、日本企業の行動を説明するツールとしては、適用することが難しいといわざるをえない。したがって、日本企業のこれまでの実際の行動を説明するためには、財務分析のシステムを修正していくことが必要であり、また、今後の行動については、ここで用いている分析システムが適用できるか否かについて、注意深く見守っていくことが必要であろう。

以上、前稿では、製造業全体における個々の企業の行動を、また、本稿においては、非製造業に属する企業の行動を明らかにしてきたが、国際比較を視野において、各国企業の行動特性を解明していくためには、さらに、業種による行動特性の分析も重要な課題となろう。ひとまず本稿と同一のフレームワークのなかで、この分析を試みてみたい。

また、収益性の分析と流動性の分析との関連や重要な変数の特定化についても、さらに分析を進めていくことが必要であろう。

注：

- 1) 拙稿「日・米・加製造業における自己資本経常利益率決定メカニズムの解明」『立命館経済学』、第48巻第3号、1999年8月。
- 2) 拙稿「日・米・加製造業・非製造業における自己資本経常利益率規定要因の推計—企業財務分析デ

ータにもとづくパネルデータ分析—〈検証：株式会社『日本』〉『ファイナンス研究センター リサーチペーパーシリーズ』（立命館大学），第98004号，1999年3月，20頁。

- 3) 因果関係の検定については，たとえば，つぎを参照願いたい。山本拓『経済の時系列分析』創文社，1998年，Finkel, S. E., *Causal Analysis with Panel Data*, Sage Publications, 1995.
- 4) 詳しくは，拙稿「日・米・加製造業における自己資本経常利益率決定メカニズムの解明」『立命館経済学』，第48巻第3号，前掲，を参照願いたい。分析に用いたデータベースは，以下のとおりである。

日本企業・上場会社

開銀企業財務データバンク

個別決算データ・財務諸表（A）（1998年版—正規化あり）

連結決算データ・財務諸表（B）（1998年版—正規化なし）

アメリカ企業・上場会社 継続企業

COMPUSTAT Industrial Annual files（1998年9月作成版）

アメリカ企業・上場会社 非継続企業・店頭登録会社 非継続企業

COMPUSTAT Industrial Research files（1998年9月作成版）

アメリカ企業・店頭登録会社

COMPUSTAT Full Coverage files（1998年9月作成版）

カナダ企業

COMPUSTAT Canadian file（1998年9月作成版）

これらのデータベースは，立命館大学ファイナンス研究センターが所蔵している（文部省科学研究費補助：科研番号09303003）。

なお，本稿と関連する論稿として，拙稿「日・米・加企業の経営行動—収益性指標にもとづくパネルデータ分析—〈検証：株式会社『日本』〉」『佐賀大学経済論集』，第31巻第3・4合併号，1998年11月，同「日・米・加製造業・非製造業における自己資本経常利益率規定要因の推計—企業財務分析データにもとづくパネルデータ分析—〈検証：株式会社『日本』〉」『ファイナンス研究センター リサーチペーパーシリーズ』（立命館大学），第98004号，前掲，同「日・米・加製造業・非製造業における自己資本経常利益率規定要因の解明—集計データにもとづく企業財務分析—〈検証：株式会社『日本』〉」『ファイナンス研究センター リサーチペーパーシリーズ』（立命館大学），第98005号，1999年3月，同「日・米・加産業（業種）別自己資本経常利益率規定要因の推計—企業財務分析データにもとづくパネルデータ分析—〈検証：株式会社『日本』〉」『立命館経済学』，第48巻第1号，1999年4月，を参照願いたい。

また，拙稿「日・米・加製造業と非製造業の生産性・収益力比較—パネルデータによる分析—〈検証：株式会社『日本』〉」『奈良大学紀要』，第26号，1998年3月，同「日・米・加製造業の収益力比較—検証：株式会社『日本』—」『経営情報研究』（摂南大学），第5巻第1号，1997年7月，同「日・米・加非製造業の収益力比較—検証：株式会社『日本』—」『奈良大学情報処理センター年報』，第8号，1997年，同「企業集団の収益力—検証：株式会社『日本』—」『経営情報研究』（摂南大学），第5巻第2号，1998年2月，同「日・米・加一般機械産業の収益力比較と奈良県上場企業—検証：株式会社『日本』—」『総合研究所所報』（奈良大学），第6号，1998年3月，同「電気機械器具産業の収益力と費用・資金構造(1)—日本・アメリカ・カナダの比較研究」『立命館経済学』，第47巻第1号，1998年4月，も参照願いたい。雇用と収益性の関係については，拙稿「日・米・加製造業と非製造業における雇用規定要因の比較：パネルデータによる分析—検証：株式会社『日本』—」『奈良大学情報処理センター年報』，第9号，1998年7月，も参照願いたい。

- 5) 以下，製造業についての分析結果は，拙稿「日・米・加製造業における自己資本経常利益率決定メカニズムの解明」『立命館経済学』，第48巻第3号，前掲，を参照願いたい。
- 6) 以下，集計データにもとづく分析結果については，拙稿「日・米・加製造業・非製造業における自

己資本経常利益率規定要因の解明—集計データにもとづく企業財務分析—（検証：株式会社『日本』）『ファイナンス研究センター リサーチペーパーシリーズ』（立命館大学），第98005号，前掲，同『日・米・加産業（業種）別自己資本経常利益率規定要因の推計—企業財務分析データにもとづくパネルデータ分析—（検証：株式会社『日本』）』『立命館経済学』，第48巻第1号，前掲，を参照願いたい。

表1 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1997年

従属変数

自己資本経常利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カ ナ ダ
	個別上場 継 続	連結上場	上 場 継 続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	12.9434	2.35351	4.60591		4.04861		1.53720
t 値(-2)	4.42590	3.62129	3.76588		-.334508		4.78008
t 値(-3)	3.01364	3.66042	-6.83597		.493316		-1.57380
Adjusted R ²	.329565	.150311	.027416		-.027592		.075661
F 値(5%水準で有意)	.00000	.00005	.00000		.00016		.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)		1.88947		-.683851			
t 値(-2)		3.64886		-2.82765			
t 値(-3)		4.01868		-2.47046			
Adjusted R ²		.150311		-.014637			
F 値(5%水準で有意)		.00000		.00108			
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	704	894	620	451	1869	1299	258
観察数(NOBS)	9141	4604	6022	3220	11687	7784	1663

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表2 Granger Causalityによる因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1997年

従属変数

総資本事業利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上場非継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t値(-1)	-12.7446	-.216600	-3.13991		2.37497	7.96144	2.59282
t値(-2)	-3.81101	-2.49165	-1.97383		3.06659	.442650	-1.69159
t値(-3)	.299279	-1.93098	-2.88163		-6.30560	-2.17926	.569854
Adjusted R ²	.125358	.110089	.099660		.544804	.452622	.478618
F値(5%水準で有意)	.00000	.02231	.00010		.00000	.00000	.00527
正味財務レバレッジ効果							
t値(-1)			3.88053				
t値(-2)			-1.49322				
t値(-3)			.147525				
Adjusted R ²			.099660				
F値(5%水準で有意)			.00018				
期末従業員数増減率							
t値(-1)	-4.46356						
t値(-2)	-1.87748						
t値(-3)	-3.68238						
Adjusted R ²	.125358						
F値(5%水準で有意)	.00000						
会社数(NI)	704	894	620	451	1869	1299	258
観察数(NOBS)	9141	4604	6022	3220	11687	7784	1663

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

注：従属変数の総資本事業利益率は、日本企業とアメリカ・上場継続企業については、階差である。

表3 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1997年

従属変数

正味財務レバレッジ効果

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	2.20944	-2.93624	-11.0813	1.18630			
t 値(-2)	1.04415	-5.73716	-3.72647	3.45903			
t 値(-3)	.042302	-5.74552	-4.18598	2.64460			
Adjusted R ²	.017719	.013064	.122772	.015295			
F 値(5%水準で有意)	.02694	.00000	.00000	.00008			
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	704	894	620	451	1869	1299	258
観察数(NOBS)	9141	4604	6022	3220	11687	7784	1663

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表4 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1997年

従属変数

期末従業員数増減率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	1.67275						
t 値(-2)	1.91717						
t 値(-3)	2.52520						
Adjusted R ²	.119592						
F 値(5%水準で有意)	.00003						
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	5.54160						
t 値(-2)	3.59776						
t 値(-3)	2.42540						
Adjusted R ²	.119592						
F 値(5%水準で有意)	.00000						
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	704	894	620	451	1869	1299	258
観察数(NOBS)	9141	4604	6022	3220	11687	7784	1663

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表5 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1990年

従属変数

自己資本経常利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	10.3031	2.76239			2.50901	2.99930	-1.51536
t 値(-2)	5.32721	3.63519			-2.84433	.706736	5.64720
t 値(-3)	2.41939	1.60561			2.65194	-.469124	-4.19015
Adjusted R ²	.326806	.209308			.040807	.162015	.181276
F 値(5%水準で有意)	.00000	.00044			.00209	.00179	.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)		1.61290				-1.31353	
t 値(-2)		4.16942				3.57922	
t 値(-3)		4.59571				.588738	
Adjusted R ²		.209308				.162015	
F 値(5%水準で有意)		.00000				.00079	
期末従業員数増減率							
t 値(-1)						.706005	
t 値(-2)						-6.06710	
t 値(-3)						-.906211	
Adjusted R ²						.162015	
F 値(5%水準で有意)						.00000	
会社数(NI)	531	304	426	424	695	1177	104
観察数(NOBS)	4839	2080	2732	2459	4169	5959	622

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表6 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1990年

従属変数

総資本事業利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	-8.44149	2.26969	-2.41394				
t 値(-2)	-1.72432	-1.96937	-1.19251				
t 値(-3)	3.03008	-.890502	-1.54249				
Adjusted R ²	.109083	.129549	.139541				
F 値(5%水準で有意)	.00000	.00097	.02454				
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)			3.76069				
t 値(-2)			-1.26933				
t 値(-3)			.121528				
Adjusted R ²			.139541				
F 値(5%水準で有意)			.00010				
期末従業員数増減率							
t 値(-1)			-2.62437				
t 値(-2)			-2.13941				
t 値(-3)			-1.96578				
Adjusted R ²			.139541				
F 値(5%水準で有意)			.03880				
会社数(NI)	531	304	426	424	695	1177	104
観察数(NOBS)	4839	2080	2732	2459	4169	5959	622

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

注：従属変数の総資本事業利益率は、日本企業とアメリカ・上場継続企業については、階差である。

表7 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1990年

従属変数

正味財務レバレッジ効果

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)			-10.4923			-3.56392	
t 値(-2)			-5.27167			.201235	
t 値(-3)			-5.79455			-.121480	
Adjusted R ²			.109319			.107631	
F 値(5%水準で有意)			.00000			.00123	
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	531	304	426	424	695	1177	104
観察数(NOBS)	4839	2080	2732	2459	4169	5959	622

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表8 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1990年

従属変数

期末従業員数増減率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	.384132						
t 値(-2)	1.72620						
t 値(-3)	2.62092						
Adjusted R ²	.108014						
F 値(5%水準で有意)	.00323						
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	3.29083		1.84826				.986508
t 値(-2)	2.40624		2.56274				1.56880
t 値(-3)	-1.48969		1.90596				2.54391
Adjusted R ²	.108014		.111589				.735652
F 値(5%水準で有意)	.00005		.01863				.00017
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	531	304	426	424	695	1177	104
観察数(NOBS)	4839	2080	2732	2459	4169	5959	622

*(-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表9 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1985年

従属変数

自己資本経常利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	1.77885	.768413		12.9687	-.346777		6.07989
t 値(-2)	-1.52353	3.17526		4.33531	2.81627		3.57188
t 値(-3)	1.08369	-2.84233		5.01809	-2.23838		-2.85994
Adjusted R ²	.513637	.315554		.408926	.341975		.803673
F 値(5%水準で有意)	.03570	.00000		.00000	.00144		.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)	3.45133	-2.52578		.910479	1.04145	-.064482	1.30518
t 値(-2)	.296793	-2.92851		-1.77846	.802327	2.79687	2.63072
t 値(-3)	-.719042	-.047485		-1.43826	2.68123	.470605	-1.50367
Adjusted R ²	.513637	.315554		.408926	.341975	.095882	.803673
F 値(5%水準で有意)	.00175	.00143		.02599	.01297	.01228	.00238
期末従業員数増減率							
t 値(-1)					1.92974	.075683	3.08591
t 値(-2)					1.77522	-5.32289	2.21172
t 値(-3)					1.14917	-1.55728	1.00423
Adjusted R ²					.341975	.095882	.803673
F 値(5%水準で有意)					.03666	.00000	.00254
会社数(NI)	467	223	289	378	384	863	57
観察数(NOBS)	2633	802	1056	1550	1600	3147	230

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表10 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1985年

従属変数

総資本事業利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	-10.7842	-3.32658		-1.50483			-6.76151
t 値(-2)	-4.75407	-3.81858		-2.50224			-5.01577
t 値(-3)	-.526386	-1.07101		1.15501			.890703
Adjusted R ²	.220071	.253521		.607789			.681487
F 値(5%水準で有意)	.00000	.00001		.00359			.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)		3.63922		.902762			
t 値(-2)		4.07495		-2.17455			
t 値(-3)		.907116		-.567139			
Adjusted R ²		.253521		.607789			
F 値(5%水準で有意)		.00000		.02604			
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	467	223	289	378	384	863	57
観察数(NOBS)	2633	802	1056	1550	1600	3147	230

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

注：従属変数の総資本事業利益率は、日本企業とアメリカ・上場継続企業については、階差である。

表11 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1985年

従属変数

正味財務レバレッジ効果

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カ ナ ダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	-.520165	.526092	-1.32557				
t 値(-2)	-2.53461	3.23260	-.944547				
t 値(-3)	-2.14270	1.07029	2.97444				
Adjusted R ²	.160652	.293902	.297753				
F 値(5%水準で有意)	.00457	.00217	.00106				
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)		.254695					
t 値(-2)		.838364					
t 値(-3)		-3.08045					
Adjusted R ²		.293902					
F 値(5%水準で有意)		.00069					
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	467	223	289	378	384	863	57
観察数(NOBS)	2633	802	1056	1550	1600	3147	230

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表12 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1980年～1985年

従属変数

期末従業員数増減率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カ ナ ダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)			-0.071014	-3.70149	12.8715		-1.75683
t 値(-2)			1.85307	-2.65740	10.3929		-2.83925
t 値(-3)			2.04244	1.52181	11.4288		-0.614198
Adjusted R ²			.656740	.491970	.228694		.336816
F 値(5%水準で有意)			.02587	.00000	.00000		.00277
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	2.61958			4.44047	-4.63182		2.38414
t 値(-2)	2.40798			6.44882	-6.98960		3.38637
t 値(-3)	-1.16105			-6.14918	-8.65181		.945056
Adjusted R ²	.087742			.491970	.228694	.336816	
F 値(5%水準で有意)	.00017			.00000	.00000		.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	467	223	289	378	384	863	57
観察数(NOBS)	2633	802	1056	1550	1600	3147	230

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表13 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1986年～1990年

従属変数

自己資本経常利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	3.22926		11.1808		9.37694	3.48292	.622617
t 値(-2)	4.96563		9.01465		-.719090	1.16527	4.90457
t 値(-3)	6.94431		5.64559		5.66055	-.862699	-4.08981
Adjusted R ²	.389902		.819378		.777154	.147111	.167191
F 値(5%水準で有意)	.00000		.00000		.00000	.00000	.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)	.049551	-.635411					4.23986
t 値(-2)	2.85637	3.49021					.404022
t 値(-3)	2.11361	4.16804					.390146
Adjusted R ²	.389902	.287541					.167191
F 値(5%水準で有意)	.00275	.00000					.00002
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	526	300	419	260	680	859	102
観察数(NOBS)	2206	1278	1676	909	2569	2812	392

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表14 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1986年～1990年

従属変数

総資本事業利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カ ナ ダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上場非継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	-10.1892	1.52347	-3.03854	-.867517			-1.36777
t 値(-2)	-6.42951	-1.15234	-4.32515	-2.30306			-1.25890
t 値(-3)	-11.8080	.208252	-1.04906	-2.00202			2.88130
Adjusted R ²	.320822	.236826	.244081	.631237			.495320
F 値(5%水準で有意)	.00000	.04046	.00000	.01339			.00176
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)	1.35105		3.75250	.917455		-.190677	
t 値(-2)	3.65340		-.061140	2.31411		-1.99686	
t 値(-3)	5.42150		.417569	2.00685		-2.42416	
Adjusted R ²	.320822		.244081	.631237		.545212	
F 値(5%水準で有意)	.00000		.00001	.01091		.00639	
期末従業員数増減率							
t 値(-1)	-4.00011		-2.72620				
t 値(-2)	.043966		-2.41519				
t 値(-3)	-1.00348		-2.00099				
Adjusted R ²	.320822		.244081				
F 値(5%水準で有意)	.00011		.01543				
会社数(NI)	526	300	419	260	680	859	102
観察数(NOBS)	2206	1278	1676	909	2569	2812	392

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

注：従属変数の総資本事業利益率は、日本企業とアメリカ・上場継続企業については、階差である。

表15 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1986年～1990年

従属変数

正味財務レバレッジ効果

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カ ナ ダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	3.41097		-21.7223			.207928	-.619884
t 値(-2)	-.703138		-1.87595			3.67416	7.80532
t 値(-3)	-1.27970		.451451			.802763	1.34791
Adjusted R ²	.113568		.371703			.071334	.358069
F 値(5%水準で有意)	.00117		.00000			.00026	.00000
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)							2.21274
t 値(-2)							-1.65688
t 値(-3)							-1.47025
Adjusted R ²							.358069
F 値(5%水準で有意)							.00093
期末従業員数増減率							
t 値(-1)	-1.70930						
t 値(-2)	-1.57760						
t 値(-3)	-2.13343						
Adjusted R ²	.113568						
F 値(5%水準で有意)	.01400						
会社数(NI)	526	300	419	260	680	859	102
観察数(NOBS)	2206	1278	1676	909	2569	2812	392

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表16 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1986年～1990年

従属変数

期末従業員数増減率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	3.27508						
t 値(-2)	2.61467						
t 値(-3)	.645851						
Adjusted R ²	.331443						
F 値(5%水準で有意)	.00000						
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	2.11785		1.14299				.947445
t 値(-2)	-.450968		2.20857				.655494
t 値(-3)	-3.00035		2.00013				2.36056
Adjusted R ²	.331443		.295915				.573491
F 値(5%水準で有意)	.00026		.03833				.00056
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	526	300	419	260	680	859	102
観察数(NOBS)	2206	1278	1676	909	2569	2812	392

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表17 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1991年～1997年

従属変数

自己資本経常利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	7.22056	1.68284	5.93161	4.79407	4.92833		
t 値(-2)	5.37028	2.25100	3.71285	-1.16903	-.355286		
t 値(-3)	7.43742	3.79862	-10.0360	2.99745	-.233053		
Adjusted R ²	.502942	.095628	.025212	.619559	.126598		
F 値(5%水準で有意)	.00000	.00023	.00000	.00000	.00000		
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)				3.24856			
t 値(-2)				-1.47537			
t 値(-3)				3.80941			
Adjusted R ²				.619559			
F 値(5%水準で有意)				.00000			
期末従業員数増減率							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	704	430	597	184	1841	563	252
観察数(NOBS)	4309	2524	3290	761	7518	1825	1041

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表18 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1991年～1997年

従属変数

総資本事業利益率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	-6.50726		-2.41335	-2.62616	2.95365	4.68221	5.18631
t 値(-2)	-3.38197		-5.36866	-1.20129	2.18831	.227714	.341430
t 値(-3)	-8.34256		-4.47618	1.12708	-7.04150	.957386	2.27577
Adjusted R ²	.190252		.139077	.657571	.601621	.639351	.581532
F 値(5%水準で有意)	.00000		.00000	.00596	.00000	.00000	.00000
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)		-1.64108	1.18017				-2.89025
t 値(-2)		-1.12425	3.21136				.787044
t 値(-3)		-2.06145	1.78983				-1.28306
Adjusted R ²		.111737	.139077				.581532
F 値(5%水準で有意)		.04013	.00200				.00365
期末従業員数増減率							
t 値(-1)	-5.97134						
t 値(-2)	-2.36133						
t 値(-3)	-4.17621						
Adjusted R ²	.190252						
F 値(5%水準で有意)	.00000						
会社数(NI)	704	430	597	184	1841	563	252
観察数(NOBS)	4309	2524	3290	761	7518	1825	1041

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

注：従属変数の総資本事業利益率は、日本企業とアメリカ・上場継続企業については、階差である。

表19 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1991年～1997年

従属変数

正味財務レバレッジ効果

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上場非継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	2.27849			-9.24238	4.12789	13.0496	
t 値(-2)	1.36841			-7.31691	.047952	.905330	
t 値(-3)	-.404785			-1.96325	-7.33322	1.24466	
Adjusted R ²	.106324			.385705	.636025	.951893	
F 値(5%水準で有意)	.01428			.00000	.00000	.00000	
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)			-.779563	2.23635			.830471
t 値(-2)			-1.49247	.363409			1.34355
t 値(-3)			4.47144	2.87121			-2.38697
Adjusted R ²			.406071	.385705			.262334
F 値(5%水準で有意)			.00000	.00002			.01531
期末従業員数増減率							
t 値(-1)	1.67783						
t 値(-2)	-.046450						
t 値(-3)	-2.83080						
Adjusted R ²	.106324						
F 値(5%水準で有意)	.00410						
会社数(NI)	704	430	597	184	1841	563	252
観察数(NOBS)	4309	2524	3290	761	7518	1825	1041

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.

表20 Granger Causality による因果関係分析 パネルデータ分析結果要約表—非製造業
分析期間：1991年～1997年

従属変数

期末従業員数増減率

独立変数	日 本		ア メ リ カ				カナダ
	個別上場 継 続	連結上場	上場継続	上 場 非 継 続	店頭登録 継 続	店頭登録 非 継 続	上 場
自己資本経常利益率							
t 値(-1)	3.75715						
t 値(-2)	1.88890						
t 値(-3)	.813456						
Adjusted R ²	.241438						
F 値(5%水準で有意)	.00000						
総資本事業利益率	(階差)	(階差)	(階差)				
t 値(-1)	2.14491				- .932246	3.91672	2.35651
t 値(-2)	.867888				-1.66687	-.918371	2.08720
t 値(-3)	3.12918				-1.82174	-.035985	.797964
Adjusted R ²	.241438				.377102	.684959	.573491
F 値(5%水準で有意)	.00165				.03607	.00000	.00056
正味財務レバレッジ効果							
t 値(-1)							
t 値(-2)							
t 値(-3)							
Adjusted R ²							
F 値(5%水準で有意)							
会社数(NI)	704	430	597	184	1841	563	252
観察数(NOBS)	4309	2524	3290	761	7518	1825	1041

* (-1), (-2), (-3) denote variable at t-1, t-2, t-3 respectively. Year dummy are included in every regressions.