

労働と資本の分配，利益処分^{*1}

原田 泰^{*2}

日野 直道^{*3}

要 約

本稿の目的は、企業が新たに創造した付加価値をどのように分配してきたか、特に、利益をどのように処分してきたかを、法人企業統計を用い、長期的な視点でみることである。データの観察と簡単な統計的分析によって得られた結果は以下のとおりである。

第1に、付加価値の労働と資本への分配の推移を見ると、労働分配率（人件費／付加価値額）は、傾向的に上昇してきた。製造業・非製造業別に労働分配率をみると、1960年代より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。これは、製造業の投資が非製造業に対して相対的に停滞し、製造業の資本への分配が減少したことによる。

第2に、利益処分としての利益と配当，利益と役員賞与との関係を見る。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ままである。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。

最後に、利益処分後に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考察する。内部留保がどのような用途に支出されたかを特定化することは困難であるが、内部留保と様々な資金運用先との相関関係から、内部留保の用途先を推測することとした。様々な用途と内部留保との相関を調べると、運転資金との相関がもっとも高かった。このことから、企業は一般には堅実な経営を行っていたと判断できるのかもしれない。

また、内部留保と様々な支出に加えて株価と地価を入れた相関関係も調べた。その結果、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）」への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。

* 1 本稿を作成するにあたっては、財務総合政策研究所の宮島英昭特別研究官（早稲田大学商学部教授）から有益な示唆をいただいたことを感謝します。推計については、財務総合政策研究所の大和田雅英研究員の助力を得たことを感謝します。ただし、残る誤りはすべて筆者の責任です。

* 2 財務省財務総合政策研究所次長 e-mail : yutaka.harada@mof.go.jp

* 3 財務省財務総合政策研究所調査統計部調査統計課長 e-mail : naomichi.hino@mof.go.jp

I. はじめに

本稿の目的は、企業が新たに創造した付加価値をどのように分配してきたか、特に、利益をどのように処分してきたかを、法人企業統計を用い、長期的な視点で見ることである。本論の構成は次のようになっている。II. で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扱い、III. では利益が配当、役員賞与、内部留保にどのように処分されてきたか、最後のIV. では内部留保がどのような用途に用いられてきたかを考察する。

なお、ここで付加価値は、営業純益（営業利

益－支払利息・割引料）、人件費（役員給与＋従業員給与＋福利厚生費）、支払利息・割引料、動産・不動産賃借料、租税公課の合計とし、利益は、当期純利益（経常利益＋特別利益－特別損失－法人税・住民税）を中心に分析し、当期純利益から役員賞与及び配当金を差し引いた残りを内部留保としている。

データは1950年代からのものがあるが、1960年度から統計的に大きな変更があったことから、詳細な分析については60年度以降のデータに拠ることとする。

II. 労働と資本の分配

労働の対価である賃金と資本の対価である利益の分配を見る前に、その合計、付加価値がどのように推移してきたかを見てみよう。

II-1. 付加価値額の推移

付加価値額は、1973年の第1次石油ショックまで順調に伸びてきたが、その後伸び率が鈍化し、特に、90年代以降のバブル崩壊後の低迷が著しい（図1）。GDPデフレーターで実質化した数字を見ても、ほぼ同じことが言える。変化をより明確に見るために、前年比を見ると、景気変動による大きな変化を繰り返しながら成長してきたことが分かる（図2）。変動の中で、石油ショック後とバブル崩壊後の成長率の低下が明らかである。これは、GDPデフレーターで実質化した数字を見ても、ほぼ同じことが言える。ただし、石油ショック後の高インフレがあるため、名目値の伸び率の鈍化は、75年以降のこととなっている。

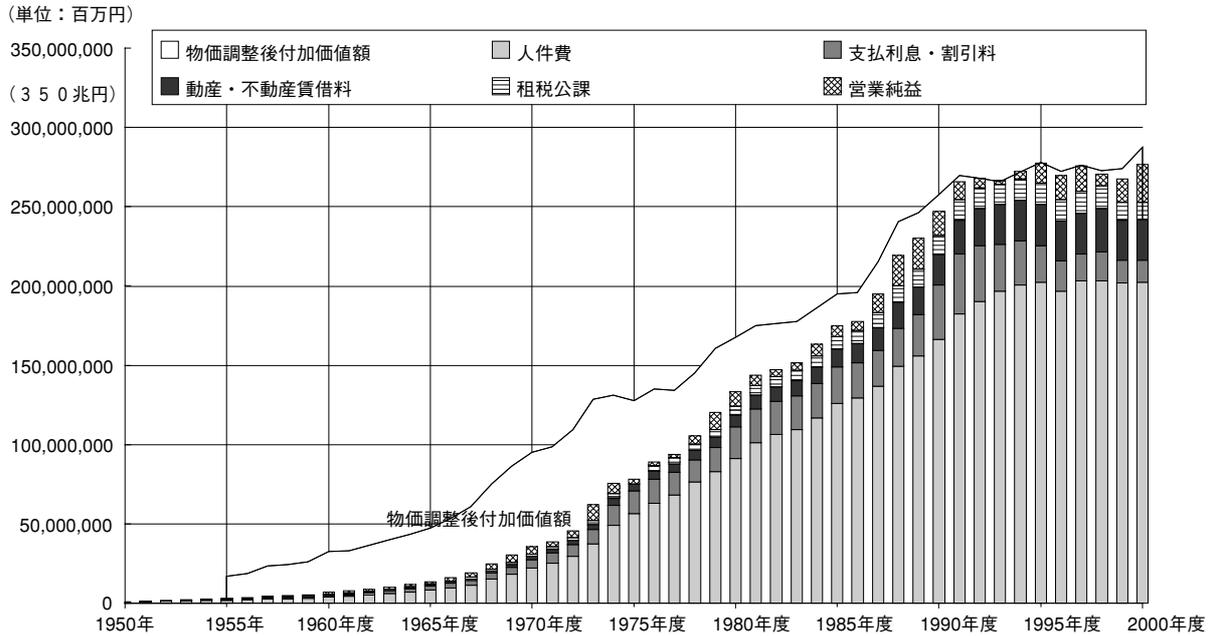
II-2. 労働と資本の分配の推移

労働と資本の分配の推移を見る。労働分配率（＝人件費／付加価値額）は、第一次石油ショック後、それ以前の60%程度から70%程度へと大幅に上昇した。その後、80年代後半に70%を割ったが、バブル崩壊後に75%近くにまで上昇した（図3）。これは、利益の減少とともに投資率の低下による支払利息・割引料の減少にもよっている。

石油ショック後の労働分配率の高まりは、人件費の伸びとともに生じているが、それは消費者物価上昇率の高まりの結果であるかもしれない。バブル崩壊後も労働分配率の上昇が生じているが、それは消費者物価上昇率の低下とともに起きている。

製造業・非製造業別に労働分配率をみると、非製造業の労働分配率が高い水準にあったが、70年代以降上昇した（図4）。その後は、ほぼ同じ水準で推移してきたが、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。

図1 付加価値額推移（全産業）



(注1) 付加価値額＝人件費（役員給与，従業員給与，福利厚生費）＋支払利息・割引料＋動産・不動産賃借料＋租税公課＋営業純益。

(注2) 1959年以前は，租税公課に法人税，役員給与には役員賞与が含まれる。

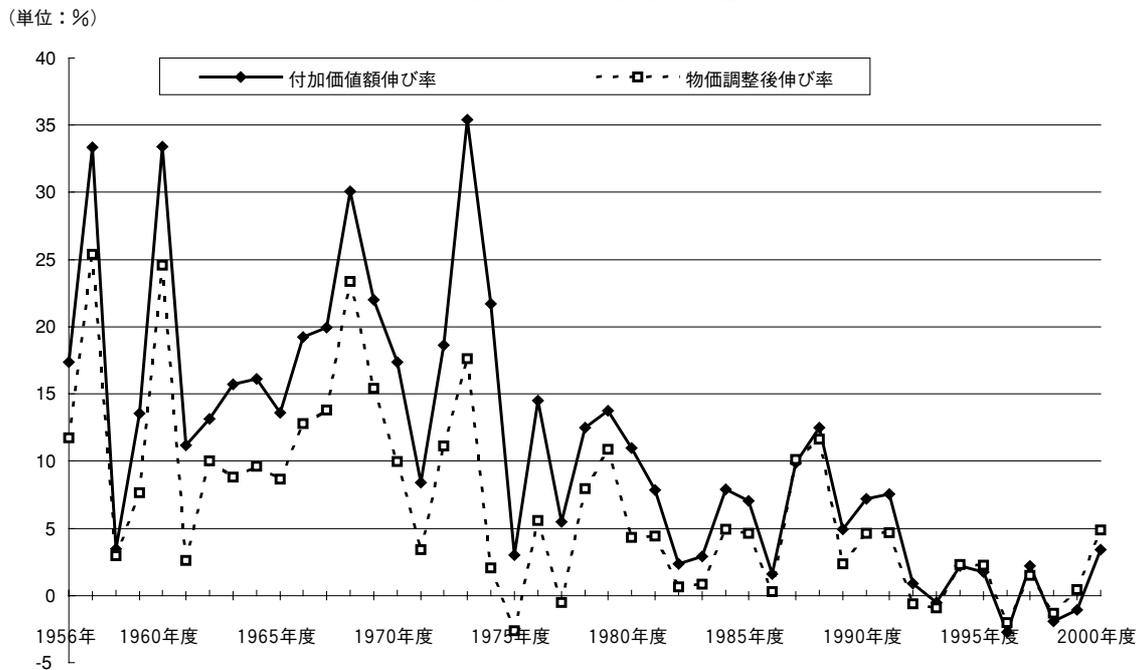
(注3) 1960年度以降は，年度計数，1959年度以前は暦年計数。

(注4) 営業純益＝営業利益－支払利息・割引料。

(注5) 物価調整のデフレーターは，79年度以前は68SNA，80年度以降は，93SNAを利用。55年度以降のみ表示。

(資料) 財務省「法人企業統計」

図2 付加価値額伸び率推移（全産業）

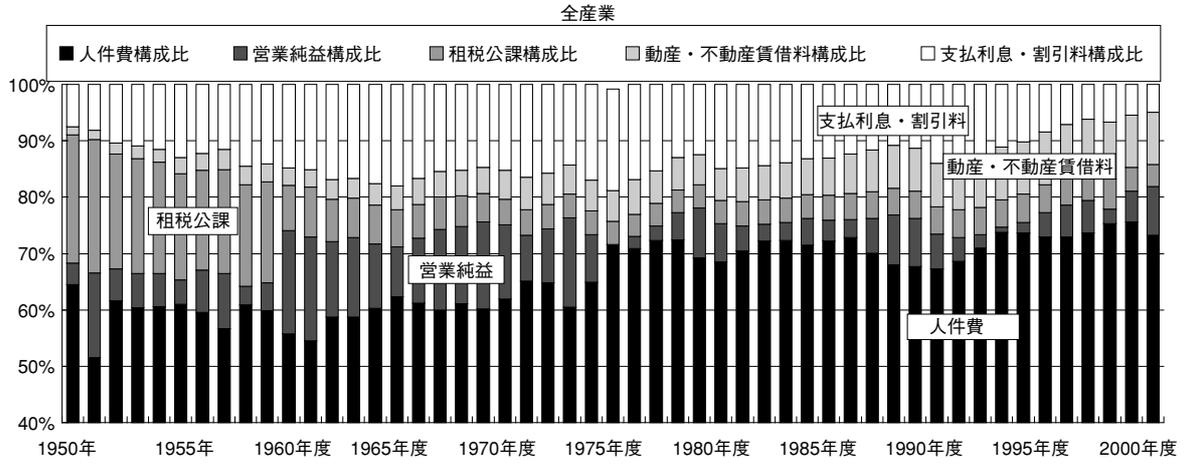


(注1) 物価調整のデフレーターは，79年度以前は68SNA，80年度以降は，93SNAを利用。56年度以降のみを表示。

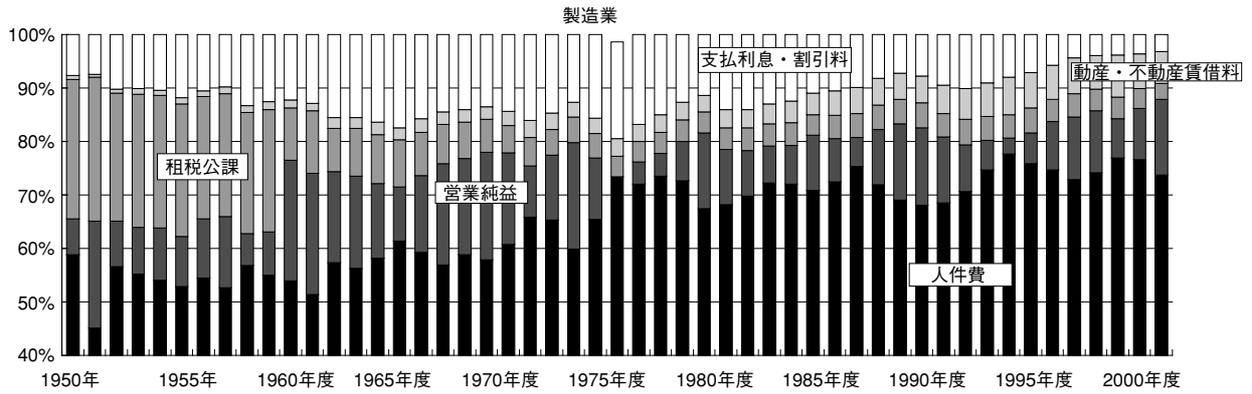
(資料) 財務省「法人企業統計」

図3 付加価値額構成比の推移

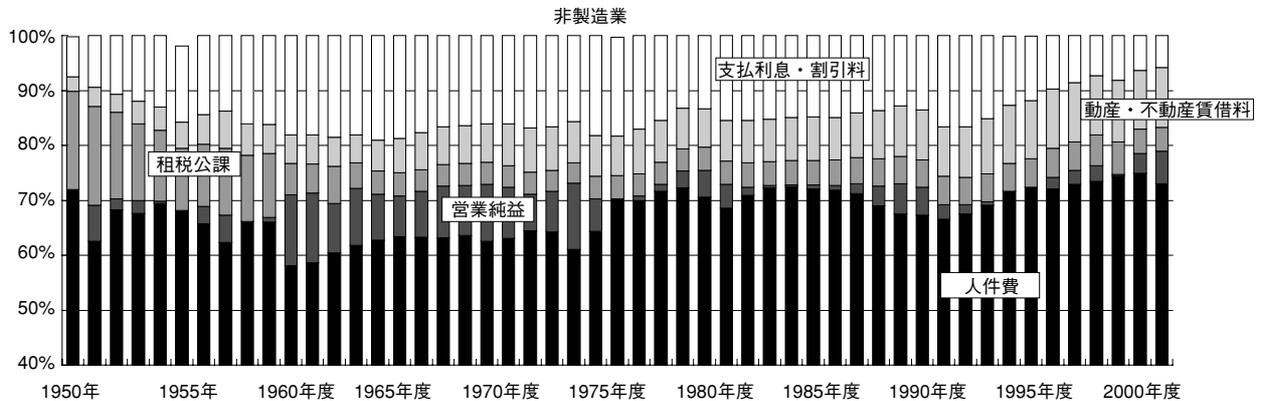
1. 全産業



2. 製造業

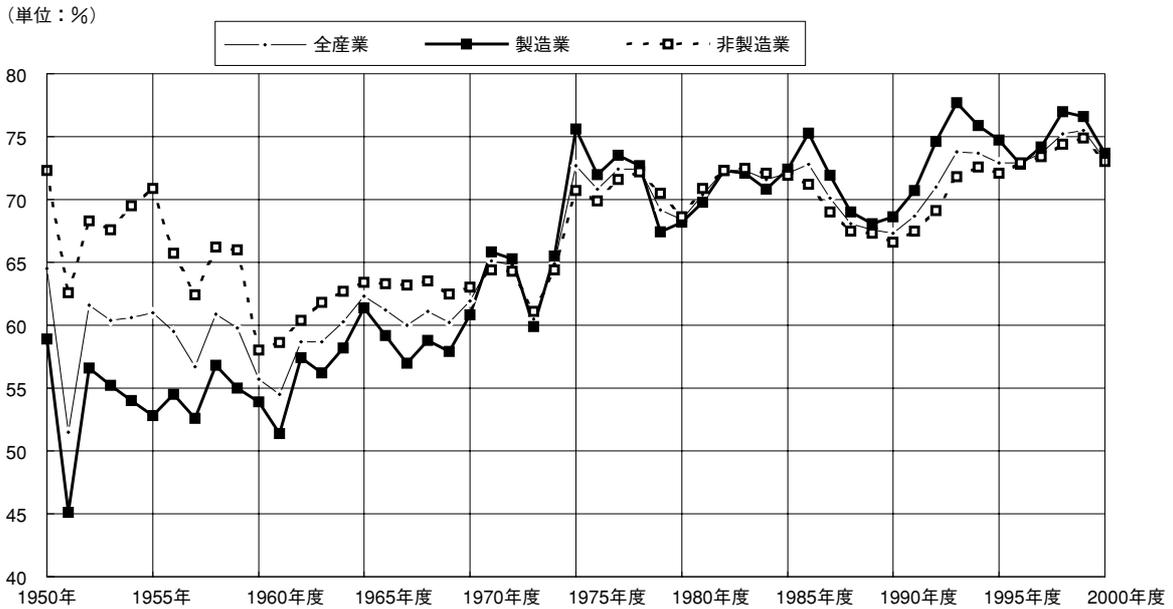


3. 非製造業



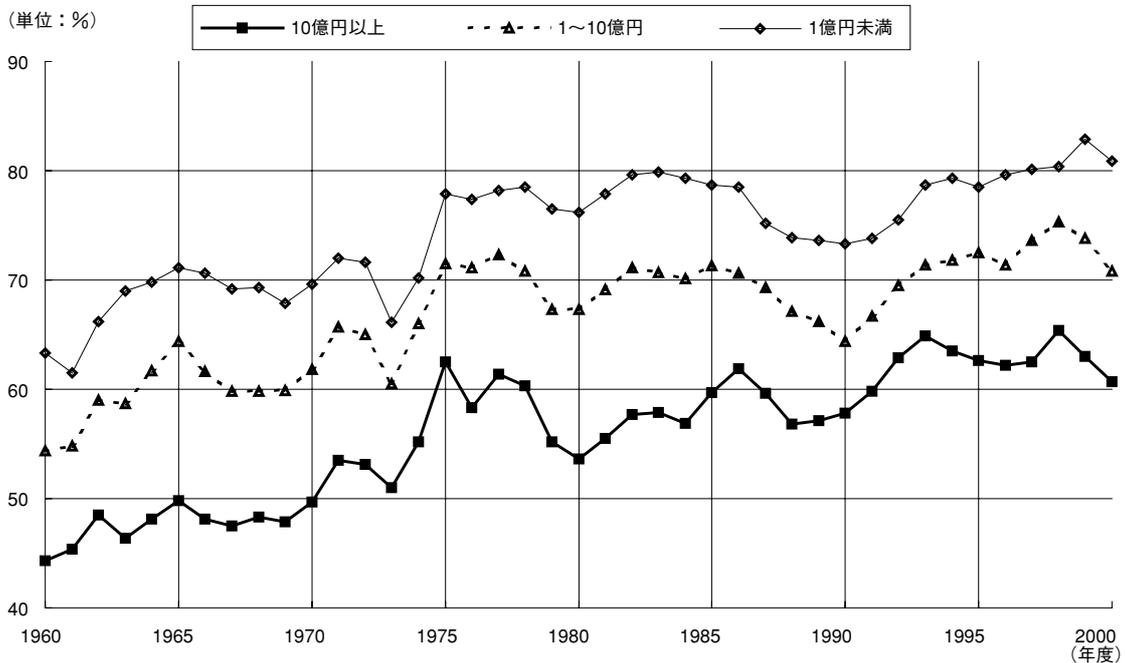
(資料) 財務省「法人企業統計」

図4 労働分配率推移



(注1) 労働分配率=人件費/付加価値額
 (資料) 財務省「法人企業統計」

図5 労働分配率規模別推移



(資料) 財務省「法人企業統計」

このような動きをしていること背景としては、製造業における支払利息・割引料と営業純益の減少がある（前掲図3）。これは、70年代において、製造業の資本労働比率の上昇が停滞し、

非製造業で上昇したことと整合的である（大和田 [2002] 図8）¹⁾。

資本規模別に労働分配率を見ると、資本規模が小さな企業ほど労働分配率が高く、1億円未

満の企業では、80%を超える水準となっている（図5）。これは、中小企業ほど資本労働比率が小さく、資本への支払いが小さいことが影響していると考えられる。2000年度の資本労働比率（有形固定資産〔建設仮勘定を除く〕／従業員数）を見ると、資本金10億円以上企業では2870万円／人、資本金1億円以上10億円未満企業では1259万円／人、資本金1億円未満企業では738万円／人となっている。

次に資本への分配である営業純益、租税公課、動産・不動産貸借料、支払利息・割引料²⁾を見ると、その合計の付加価値に対する比率は、当然のことながら労働への分配と逆の動きをしている。内訳を見ると、支払利息・割引料は高度成長期に上昇していたが、その後、バブル崩壊直後に上昇した他は、長期的に低下傾向にある。動産・不動産貸借料は長期的に上昇傾向にある（前掲図3）。営業純利益は第一次石油ショック以降、水準が低下、バブル期に一時上昇したものの、その後は低下し、かつ、変動が大きい。

これを製造業、非製造業別に見ると、動産・不動産貸借料の傾向的な上昇は、不動産貸借料の比率の大きな非製造業の比率の全産業に占める比率が上昇していることによると分かる（前掲図3）。

II-2-1. 付加価値額変化と分配率

付加価値が変化したとき、労働分配率がどのように変化するかを計測したのが表1である。一般に、労働分配率を説明する付加価値額の増加率の係数は負であり、付加価値額が増加したとき労働分配率が低下する傾向があることが分かる。係数の値は大きく変動しているが、91年以降資本金10億円以上の大企業でマイナスのままであるのに対し、10億円未満の企業ではゼロに近づいていることが注目される。すなわち、大企業では低成長期に労働分配率が高止まっているのに対して、中堅中小企業では労働分配率が低下し、雇用調整が進んでいることを示している。

III. 利益処分

企業が創造した付加価値は、労働と資本に分配されるが、資本への分配は、さらに外部の資本に対するものと内部の資本に対するものに分けられる。内部の資本に対する利益は、当期純利益（経常利益＋特別利益－特別損失－法人税・住民税）であり、これが、役員賞与、配当金、内部留保に処分される。

III-1. 利益処分の特徴

利益処分について見る前に、まず当期純利益の推移を見てみよう（図6）。利益は景気変動

とともに大きく動きながらも増加してきたが、バブル崩壊後の利益額のレベルはバブル以前にまで低下してしまった。物価で調整した利益額で見ると、バブル崩壊後は、60年代の水準にまで低下した。

次に、当期純利益の分配、すなわち、利益処分の推移を見る。利益処分は、役員賞与、配当（中間配当を含む）、内部留保に分けられる。配当、賞与は大きな変動はみられないが、内部留保は大きく変動している（前掲図6）。すなわち、利益から、固定的な配当、賞与を確保した

1) ちなみに、従業員当たりの期首期末平均有形固定資産（除く建設仮勘定）の上昇率は、60年代（62年－69年）平均で製造業11.7%に対し非製造業9.2%であったが、70年代（70－79年）には製造業10.1%、非製造業11.1%、80年代（80－89年）には製造業6.2%、非製造業8.1%と逆転している。

2) 租税公課は利益に係るものが大部分であり、不動産貸借料も建物に対するものが大部分であるので、これらも資本への分配とした。

労働と資本の分配，利益処分

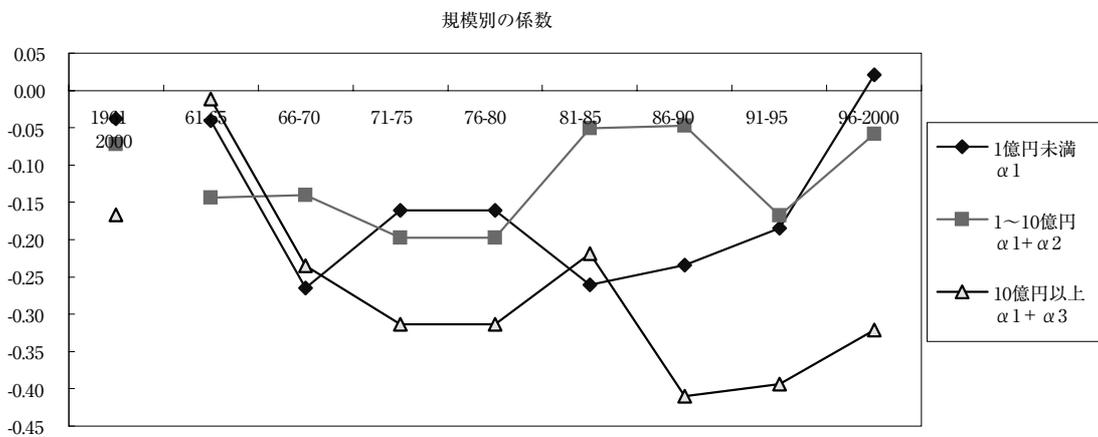
表1 規模別の付加価値額の変化と労働分配率の関係（全産業）

<推計式>

$$\text{労働分配率(前年差, \%)} = (\alpha 1 + \alpha 2 \times 1 \sim 10 \text{億ダミー} + \alpha 3 \times 10 \text{億以上ダミー}) \times \text{付加価値額(前年比, \%)} \\ + (\beta 1 + \beta 2 \times 1 \sim 10 \text{億ダミー} + \beta 3 \times 10 \text{億以上ダミー}) + \text{産業ダミー}$$

	$\alpha 1$	$\alpha 2$	$\alpha 3$	$\beta 1$	$\beta 2$	$\beta 3$	adj R 2	サンプル数
1961—2000	-0.038 -6.972***	-0.034 -3.311***	-0.129 -9.721***	0.694 1.023	0.422 1.225	1.294 3.646***	0.090	2866
61—65	-0.040 -2.427**	-0.104 -3.439***	0.029 1.256	0.386 0.338	1.840 2.232**	-0.893 -1.217	0.125	357
66—70	-0.265 -9.742***	0.124 3.703***	0.029 0.748	6.627 3.303***	-1.748 -1.534	-0.790 -0.677	0.373	355
71—75	-0.161 -4.631***	-0.037 -0.755	-0.153 -3.330***	-0.272 -0.155	-0.020 -0.020	1.726 1.721*	0.317	355
76—80	-0.161 -4.631***	-0.037 -0.755	-0.153 -3.330***	-0.272 -0.155	-0.020 -0.020	1.726 1.721*	0.317	359
81—85	-0.260 -13.521***	0.210 5.403***	0.041 0.850	2.302 1.495	-2.225 -2.930***	-0.643 -0.824	0.348	360
86—90	-0.234 -6.824***	0.187 5.041***	-0.176 -3.746***	0.136 0.088	-0.934 -1.208	2.442 3.067***	0.359	360
91—95	-0.184 -9.564***	0.017 0.421	-0.209 -2.984***	2.298 1.467	-0.582 -0.769	-1.334 -1.763*	0.283	360
96—2000	0.021 2.528**	-0.080 -1.543	-0.342 -4.629***	-0.959 -0.412	0.414 0.369	0.587 0.523	0.048	360

注) 上段は係数，下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

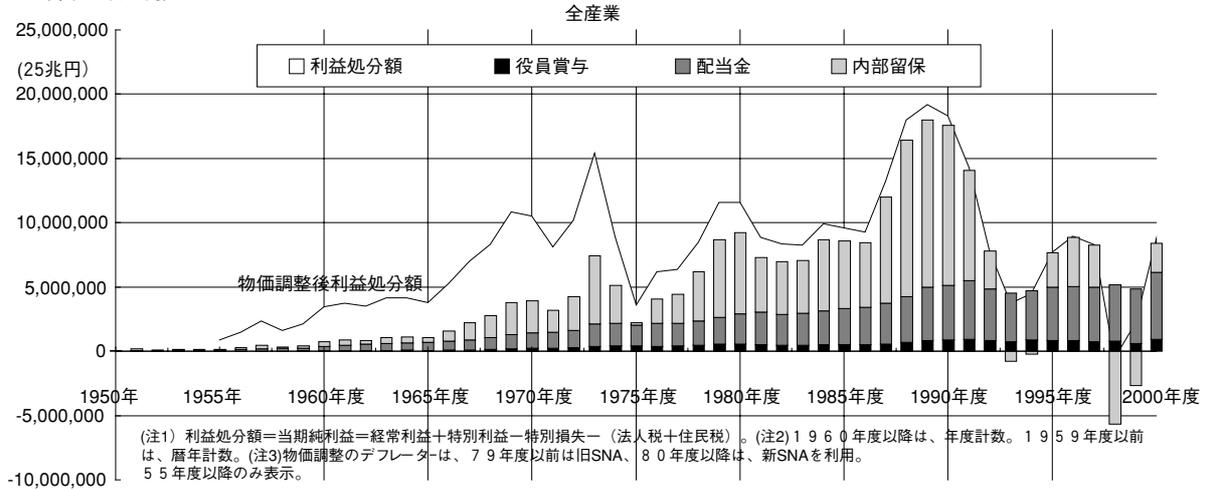


労働と資本の分配，利益処分

図6 利益処分類（＝当期純利益）の推移（業種別）

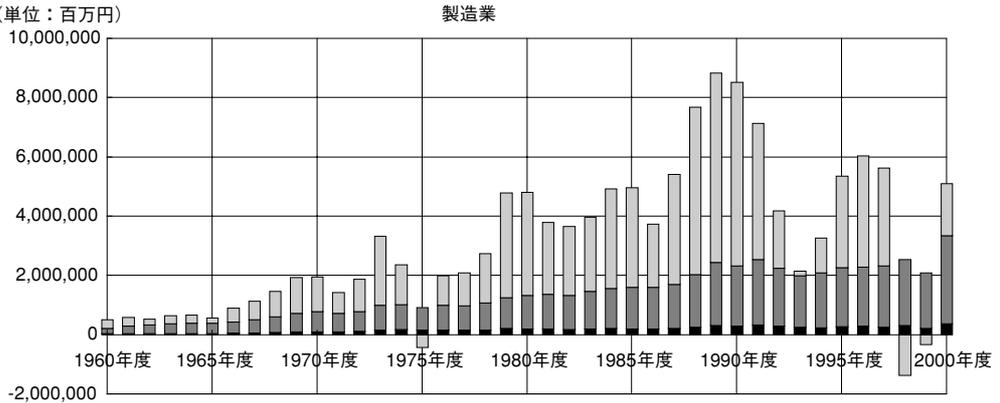
1. 全産業

(単位：百万円)



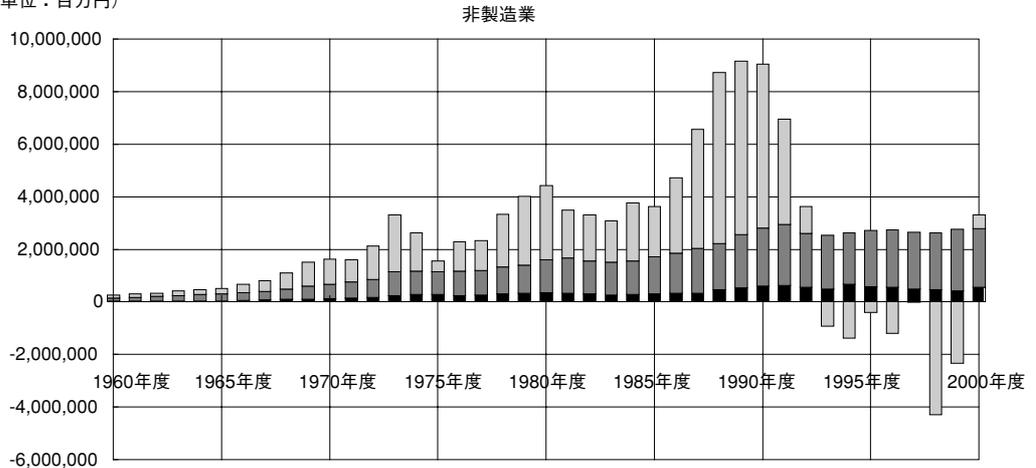
2. 製造業

(単位：百万円)



3. 非製造業

(単位：百万円)



(資料) 財務省「法人企業統計」

上で、残余を内部留保に回すという説があるが³⁾、この図からは、この説が確認されるようである。利益処分を、製造業、非製造業別に見ると、石油ショック後の75年を除くと、バブル期まで大きな違いは見られない。しかし、93年度から97年度にかけては、製造業では、内部留保が高い水準で確保されていたが、非製造業では内部留保はマイナスとなっていた。

利益処分を資本金規模別に見ても、それほど大きな違いはないが、資本金10億円以上企業と資本金1億円未満企業でバブル崩壊後に内部留保を積み上げる機会があったが、1億円以上10億円未満企業ではそうではなかった(図7)。

Ⅲ－２．当期純利益と配当金及び役員賞与との関連

前節では、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いう動きが見られることを指摘した。そこで、年度別と産業別と資本金規模別のデータを組み合わせたパネルデータにより、当期純利益と配当及び役員賞与との相関関係を見ることにする⁴⁾。このデータは集計データであるので、利益がマイナスであるにもかかわらず配当や役員賞与がプラスになっていることがあり、このことが係数の値を過小に推計する結果になっているかもしれない。

Ⅲ－２－１．散布図による分析

まず、縦軸に配当金または役員賞与、横軸に当期純利益を取って、サンプルを資本金規模毎

に分割した散布図を描いて見た(図8)。ここで変数を売上高で除しているのは、配当金、当期純利益が長期期間に大きなトレンドを持っているからである。図8に見るとおり、資本金10億円以上の企業では、配当と利益の相関が高く、係数の値も高いが、資本金1億円未満の企業では、相関が低く、係数の値も小さい。資本金1～10億円規模の企業では、この間となった。

一方、役員賞与と利益の関係を見ると、一般に相関が低く、資本金規模別での相関の違いも小さくなっている。ただし、利益の係数は十分に有意であるので、役員賞与と利益との関係が強いという主張(胥鵬[1996])がなされていることと矛盾しない。また、係数の値は資本金1億円未満の企業が大きくなっている。これは、企業規模が小さく、利益が小さいことの当然の結果であると思われる。資本金1～10億円の企業では、この中間の結果となった。

利益と配当や役員賞与との関係が、非線形である。すなわち、企業はある利益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いう説があるので⁵⁾、利益の二乗項を入れた結果も推計した(前掲図8)。だいたいにおいては、いずれも相関係数が高まり、二乗項のt値も有意である。これはまた、利益が少ないときにも安定的な配当を払っているということでもある。

推計式から計算すると、資本金10億円以上の規模の企業の場合、売上高に対する純利益の比率が3.6%を超えると、配当への支払いの係数が、線形の係数よりも大きくなる⁶⁾。すなわち、

3) 広田[1992]は、「日本企業は増減益にかかわらずなく、配当を据え置く傾向がみられる」としている。

4) 1961年度から2000年度にかけて継続的にデータの取れる、農林水産業、鉱業、建設業、食料品、繊維、化学、パルプ・紙・紙加工品、石油・石炭製品、窯業・土石製品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、一般機械器具、電気機械器具、輸送用機械器具、船舶製造・修理、その他の製造業、卸売、小売、不動産、運輸通信、水運、電気業、ガス・水道業、サービス業の24業種、資本金1億円以下、1億円～10億円、10億円以上のサンプルである。

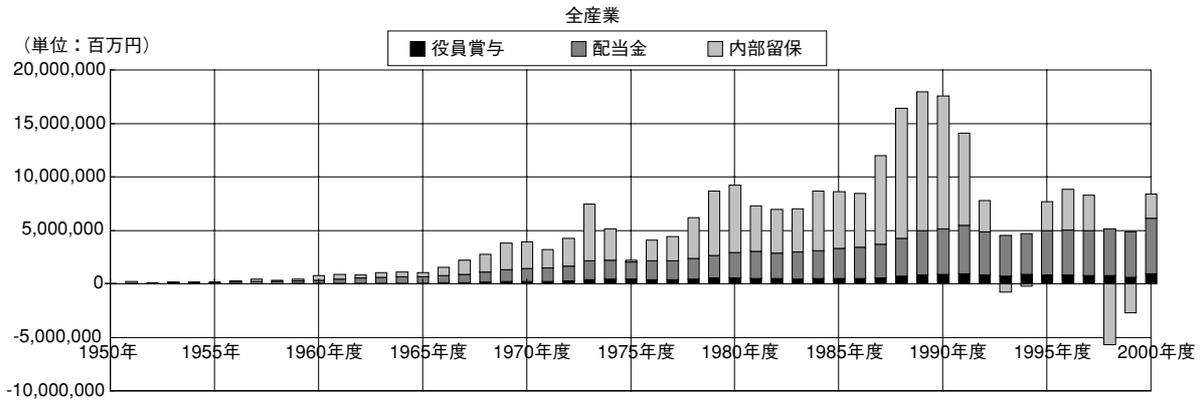
5) この説は、注3で述べた安定配当説と矛盾しない。安定的水準を超えた後は配当が増額されるからである。

6) 資本金10億円以上の企業の売上高に対する純利益の比率を x とすると、配当の支払いの係数が利益の二乗項を入れた場合に線形の係数よりも大きくなるのは、 $0.2742x + 0.0187x^2 + 0.4572 > 0.3032x + 0.5951$ のときである。これを解くと $x > 3.6$ となる。

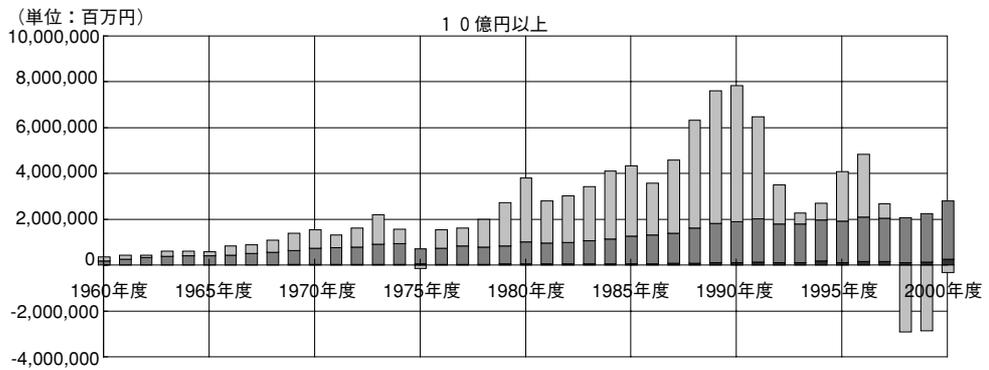
労働と資本の分配，利益処分

図7 利益処分額（＝当期純利益）の推移（規模別）

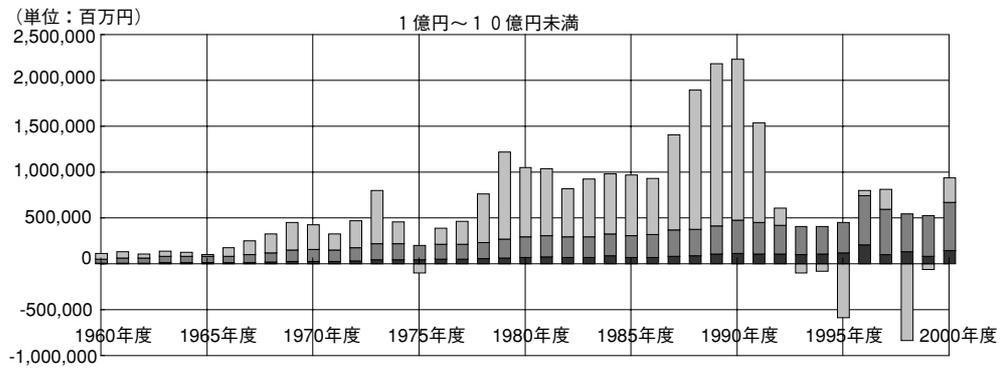
1. 全産業



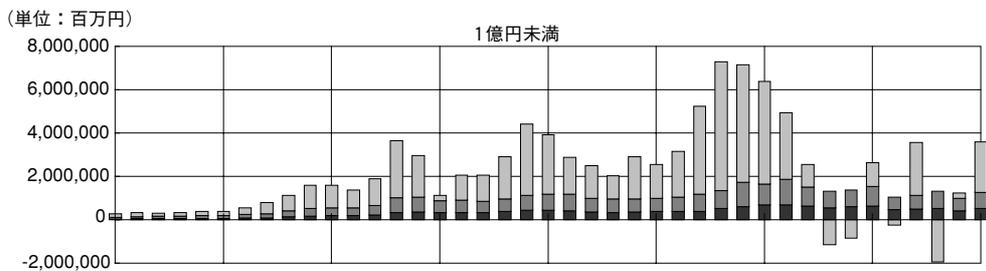
2. 資本金10億円以上



3. 資本金1～10億円未満



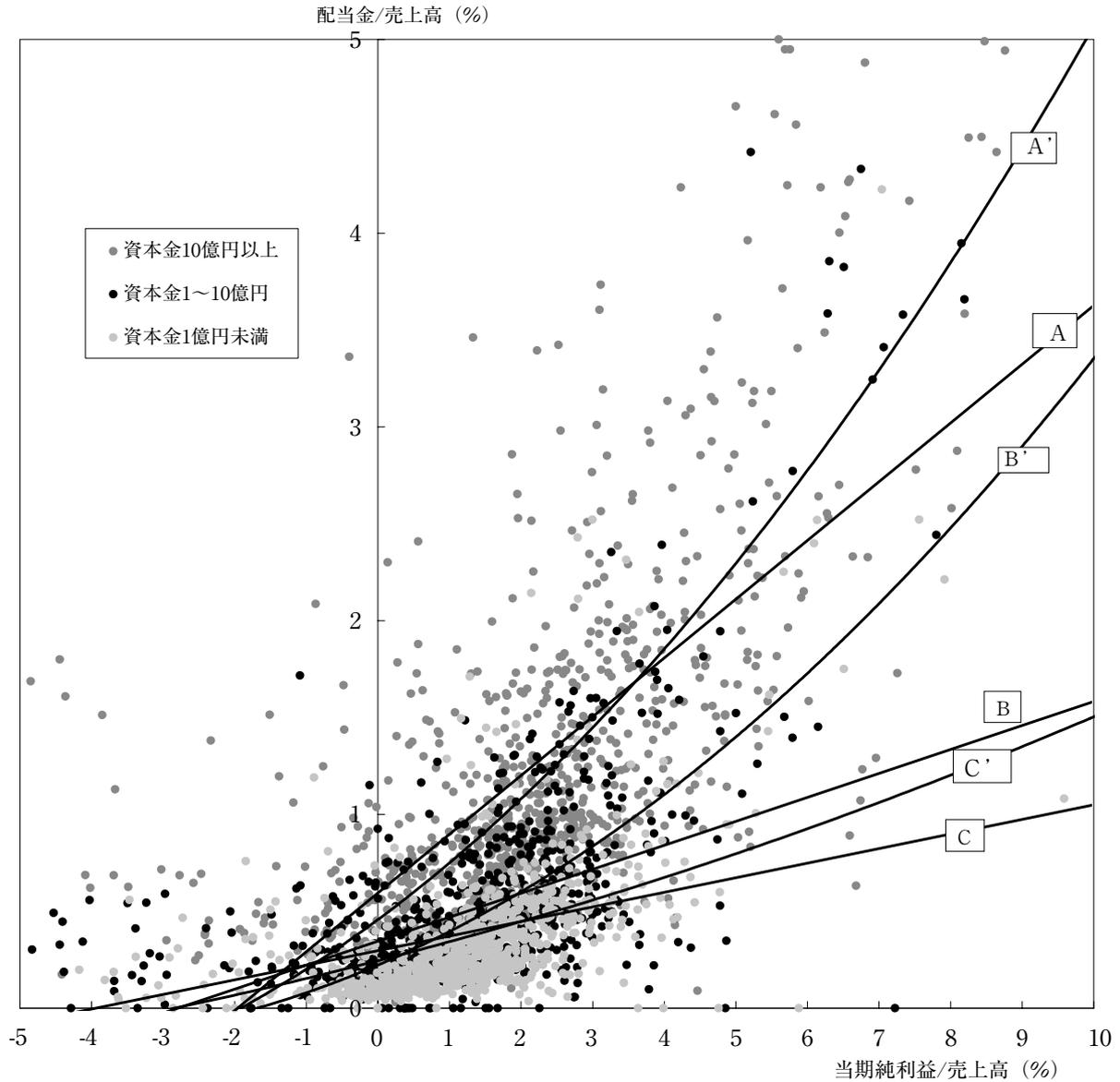
4. 資本金1億円未満



(資料) 財務省「法人企業統計」

図8 規模別の当期純利益と配当金及び役員賞与との関係
(1960年－2000年)

①当期純利益と配当金との関係

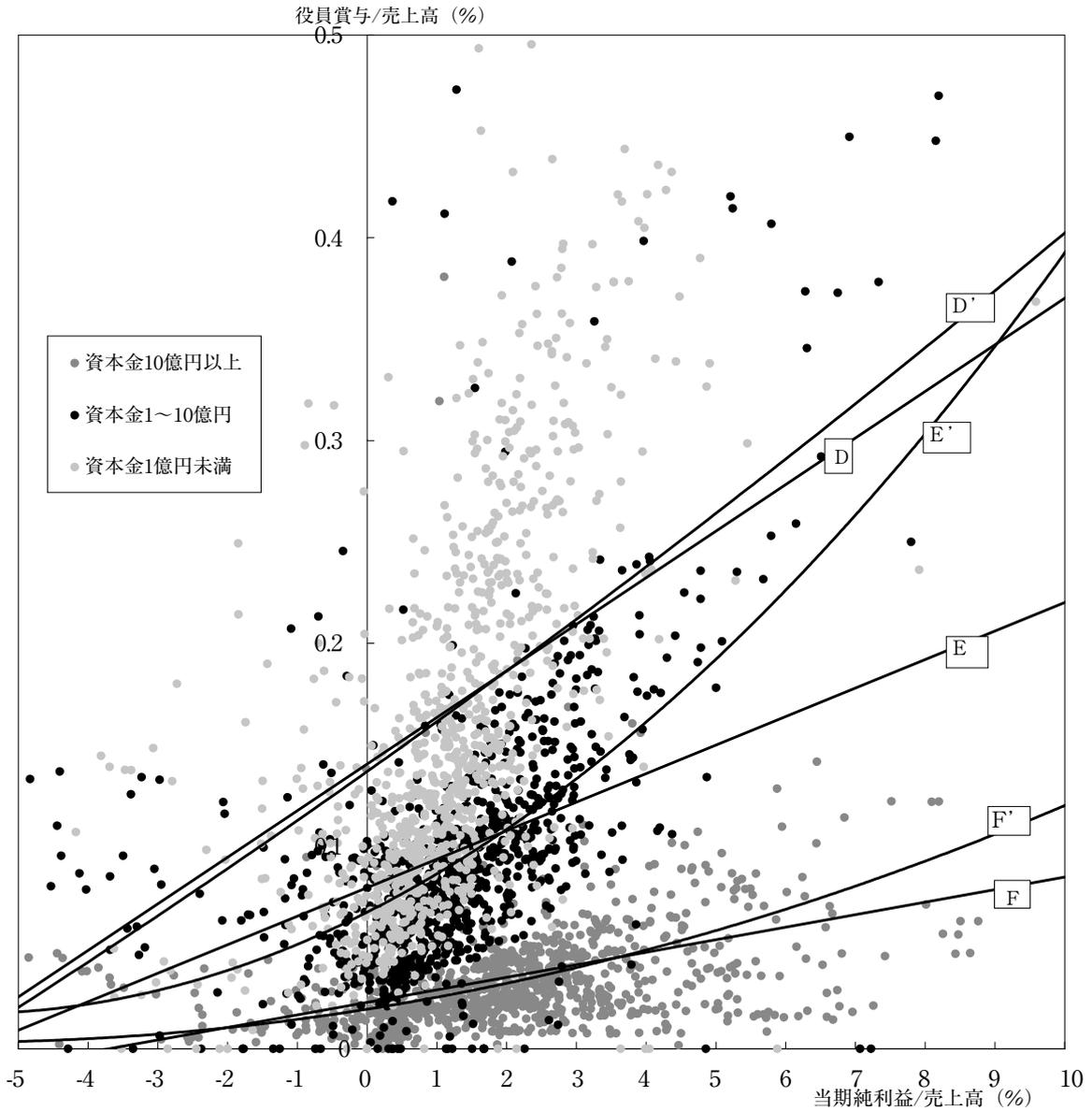


回帰線	規模	定数項	1次項	2次項	R ²	サンプル数
A	資本金10億円以上	0.5951 (15.902)***	0.3032 (26.342)***		0.4140	974
A'	資本金10億円以上	0.4572 (14.831)***	0.2742 (29.218)***	0.0187 (22.886)***	0.6180	974
B	資本金1～10億円	0.3461 (21.608)***	0.1237 (18.358)***		0.2555	984
B'	資本金1～10億円	0.2223 (15.194)***	0.1579 (26.963)***	0.0155 (20.758)***	0.4827	984
C	資本金1億円未満	0.2969 (10.569)***	0.0753 (8.096)***		0.0632	984
C'	資本金1億円未満	0.2451 (9.141)***	0.0950 (10.648)***	0.0031 (11.297)***	0.1720	984

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

労働と資本の分配，利益処分

②当期純利益と役員賞与との関係



回帰線	規模	定数項	1次項	2次項	R ²	サンプル数
D	資本金1億円未満	0.1405 (23.192)***	0.0230 (11.460)***		0.1190	974
D'	資本金1億円未満	0.1368 (22.384)***	0.0244 (11.991)***	0.0002 (3.517)***	0.1301	974
E	資本金1~10億円	0.0795 (38.263)***	0.0141 (16.091)***		0.2087	984
E'	資本金1~10億円	0.0674 (32.557)***	0.0174 (20.985)***	0.0015 (14.291)***	0.3450	984
F	資本金10億円以上	0.0229 (16.994)***	0.0062 (14.892)***		0.1842	984
F'	資本金10億円以上	0.0196 (15.503)***	0.0055 (14.246)***	0.0005 (13.697)***	0.3152	984

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

企業はある水準を超えるとより高い配当を支払うという説が，ある程度正しいことが裏付けられた。ただし，その程度は，それほど大きなものではない。また，役員賞与の場合には，そのようなことはあまり言えないという結果になった。

Ⅲ-2-2. 推計式による分析

次に，企業の利益処分政策が，期間によって変化があるかどうかを確認するために，次の式を5年毎に推計した。推計する式は

$$\begin{aligned} \text{配当金/売上高} &= (\alpha 1 + \alpha 2 \times D 1 + \alpha 3 \times D 2) \text{ 当期純利益/売上高} + \beta + \text{産業別ダミー} \\ \text{役員賞与/売上高} &= (\alpha 1 + \alpha 2 \times D 1 + \alpha 3 \times D 2) \text{ 当期純利益/売上高} + \beta + \text{産業別ダミー} \end{aligned}$$

である。ただし， $D 1$ は資本金1～10億円の企業ダミー， $D 2$ は資本金10億円以上の企業ダミーである。ここでも変数を売上高で除している。産業は，法人企業統計の業種分類のうちから継続的に取れる24業種を用いた⁷⁾。

(1) 利益と配当の関係

利益と配当の関係の結果は，表2のとおりである。全期間の結果は，既述の結果とほぼ同じである。利益と配当金との関係を見ると，中小企業は大企業に比べて非弾力的である（利益の係数が小さい）。これは，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。時期別に見ると，1960～65年においては係数の値は0.3～0.6と高かったが，それ以降低下し，1986～90年に低下し，96～00年においても低いままである。

製造業と非製造業に分けた結果も，全期間については全産業と大きな違いはない。利益と配

当金との関係を時期別に見ると，製造業，非製造業とも1960～65年の係数の値は高く，それ以降低下した。ただし，時期による係数の低下の程度は，製造業と非製造業において多少異なる。

(2) 配当性向と企業成長率

次に，配当性向と企業の成長率との関係を確認した。成長率の高い企業はより効率的な投資プロジェクトを有しており，それゆえ，利益を配当に回すよりも企業の内部資金としたほうが経済全体にとっても効率的であるという議論があるからだ⁸⁾。配当性向と売上高の伸びの関係を見たのが表3である。推計式には総資本利益率の項も入っている。これは安定配当政策が係数をゆがめないためのものである。企業が安定配当政策をとっているとすれば，その係数はマイナスになる。総資本利益率の係数は有意にマイナスとなるが，売上高成長率の係数はマイナスの場合が多いが，有意にはならず，この説はここでの分析では確認できなかった。ただし，ここで見た成長率は過去1年間の成長率にすぎず，配当率決定時点での将来の予想成長率を見たわけではない。

(3) 利益と役員賞与の関係

利益と役員賞与との関係を推計したのが表4である。それを見ると，中小企業の方が大企業よりも係数が大きい。これは，利益額が小さいことから当然の結果であるが，大企業のダミーはマイナスで，大企業の係数自体もマイナスである場合が多い。これは，大企業では利益にかかわらず（むしろ利益がマイナスでも）役員賞与を払っているということになる。時期別にみてもこの傾向は60年代以降，ほとんど変わらないが，特に86～90年以降低くなっている。日本の大企業は，1960年代から固定的な役員賞与を支払いつづけてきたことが分かる。ただし，1

7) 業種，資本金区分，年度は，注4のとおりである。

8) Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny [2000], 松浦 [2001] はこのことについての展望を与えている。

労働と資本の分配，利益処分

表2. 期間別の当期純利益と配当との関係（全産業）

配当金／売上高（％）

1億円未満 1～10億円 10億円以上

	α_1	α_2	α_3	α_1	$\alpha_1 + \alpha_2$	$\alpha_1 + \alpha_3$	Adj R ²	サンプル数
1960—2000	0.05791 7.23***	0.07808 5.90***	0.21893 18.41***	0.05791	0.135996	0.27685	0.494	2,942
60—65	0.51669 15.25***	-0.18200 -3.79***	0.06842 1.65*	0.51669	0.334687	0.58511	0.789	430
66—70	0.00821 0.25	0.13683 3.97***	0.27602 8.43***	0.00821	0.145031	0.28422	0.798	356
71—75	0.05351 1.71*	0.01890 0.49	0.18948 4.82***	0.05351	0.072406	0.24299	0.594	356
76—80	0.14284 8.78***	-0.07887 -2.32**	0.04832 1.47	0.14284	0.063970	0.19116	0.522	360
81—85	0.18267 7.55***	-0.15534 -5.02***	0.06610 2.15**	0.18267	0.027329	0.24877	0.680	360
86—90	0.00941 0.53	0.02472 1.32	0.02481 1.26	0.00941	0.034129	0.03422	0.722	360
91—95	-0.08035 -17.26***	0.07147 6.22***	0.10144 6.33***	-0.08035	-0.00888	0.02109	0.724	360
96—2000	0.00141 0.19	0.02984 1.74*	0.01614 1.39	0.00141	0.031245	0.01754	0.576	360

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

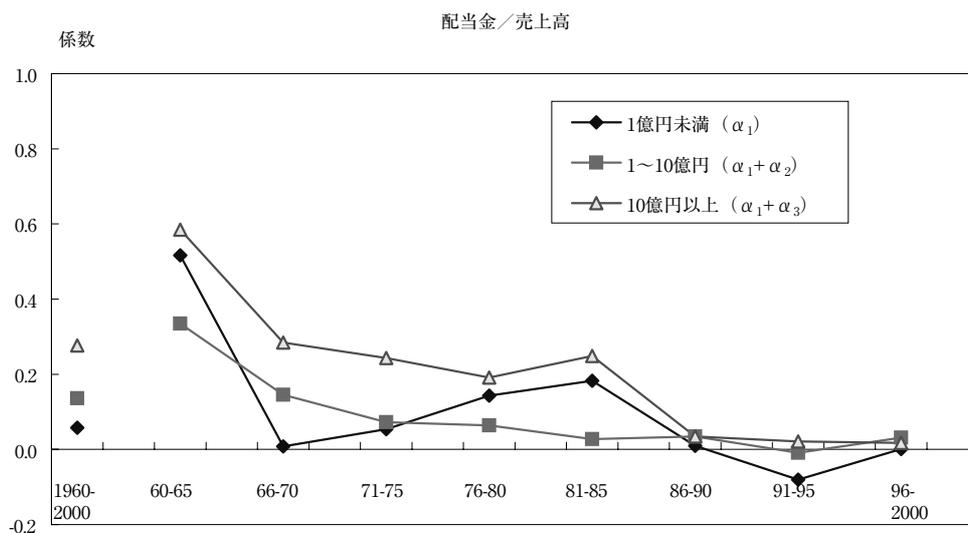


表3 配当性向と売上の伸びとの関係（全産業）

<推計式>

$$\text{配当性向}(\%) = (\alpha_1 + \alpha_2 \times 1 \sim 10 \text{億ダミー} + \alpha_3 \times 10 \text{億以上ダミー}) \times \text{売上高}(\text{前年比}, \%) \\ + (\beta_1 + \beta_2 \times 1 \sim 10 \text{億ダミー} + \beta_3 \times 10 \text{億以上ダミー}) \times \text{ROA}(\%) + \text{規模ダミー}, \text{産業ダミー}$$

ROA：当期純利益／期首期末平均総資本

	α_1	α_2	α_3	β_1	β_2	β_3	adj R 2	サンプル数
1961—2000	0.09 1.25	-0.10 -1.06	0.23 1.02	-13.27 -5.95***	-8.92 -2.53**	-17.38 -5.24***	0.114	2472
61—65	0.03 0.17	-0.10 -0.54	0.31 1.09	-11.66 -2.55**	-27.23 -4.31***	-13.04 -2.25**	0.301	335
66—70	-0.10 -0.26	0.19 0.24	0.20 0.33	-22.14 -3.07***	3.71 0.40	-17.53 -2.03**	0.109	341
71—75	0.29 0.71	-0.24 -0.53	-0.73 -1.09	-15.45 -2.72***	-8.40 -0.89	-48.47 -5.20***	0.330	298
76—80	0.32 0.90	-0.17 -0.34	-1.00 -1.28	-9.60 -1.91*	-30.08 -3.41***	-33.51 -4.06***	0.234	316
81—85	0.14 1.40	-0.14 -0.64	-0.38 -0.99	-19.97 -5.12***	-16.76 -3.24***	1.74 0.35	0.296	325
86—90	-0.22 -1.36	0.19 1.13	-0.82 -2.55**	-18.17 -6.18***	3.78 1.01	-2.44 -0.65	0.365	326
91—95	0.06 0.76	-0.70 -1.41	-1.94 -1.78*	-30.31 -3.92***	-12.99 -1.15	-37.44 -3.08***	0.337	266
96—2000	0.66 1.41	-1.01 -0.67	-5.46 -1.44	-46.78 -1.89*	-8.02 -0.21	-48.27 -1.22	0.152	265

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

* 当期純利益がマイナスは除く，また配当性向は3 σ を除く

億円未満の企業においては，81—85年において係数の高まりが見られる。

製造業と非製造業に分けた結果も，全期間については全産業と大きな違いはない。利益と配当金との関係を時期別に見ると，製造業の1億円未満の企業の81—85年における係数の高まりは見られず，それは非製造業での高まりのためだったことが分かる。

以上の結果をまとめてみる。日本の企業においては利益と配当との相関が弱く，その係数も小さい。60年代前半においてはその係数はやや大きかったが70年代以降低下し，現在においても低いままである。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，1960年代から

現在まで，その係数はかなりの場合マイナスである。すなわち，利益が減少しても賞与が減少しないという関係があった。1億円未満の企業においては，時期によってその係数が正で大きい時期があったが，なぜそうであったかは必ずしも明らかではない。

労働と資本の分配，利益処分

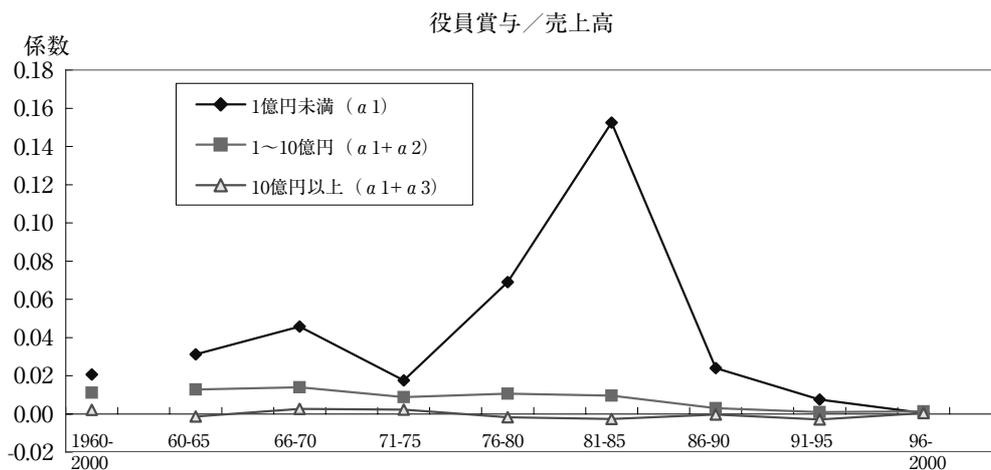
表4. 期間別の当期純利益と役員賞与との関係（全産業）

役員賞与/売上高（%）

1億円未満 1～10億円 10億円以上

	α_1	α_2	α_3	α_1	$\alpha_1 + \alpha_2$	$\alpha_1 + \alpha_3$	Adj R ²	サンプル数
1960—2000	0.02067 17.17***	-0.00961 -4.83***	-0.01861 -10.42***	0.02067	0.011062	0.00206	0.371	2,942
60—65	0.03118 6.80***	-0.01839 -2.83***	-0.03259 -5.82***	0.03118	0.012793	-0.00141	0.492	430
66—70	0.04574 11.78***	-0.03178 -7.73***	-0.04309 -11.04***	0.04574	0.013962	0.00265	0.821	356
71—75	0.01754 6.49***	-0.00871 -2.62***	-0.01531 -4.52***	0.01754	0.008827	0.00223	0.801	356
76—80	0.06906 12.20***	-0.05849 -4.94***	-0.07079 -6.20***	0.06906	0.010570	-0.00173	0.395	360
81—85	0.15247 14.22***	-0.14287 -10.41***	-0.15516 -11.40***	0.15247	0.009600	-0.00269	0.543	360
86—90	0.02401 10.40***	-0.02096 -8.59***	-0.02431 -9.47***	0.02401	0.003054	-0.00030	0.778	360
91—95	0.00753 4.29***	-0.00658 -1.52	-0.01049 -1.74*	0.00753	0.00095	-0.00296	0.412	360
96—2000	0.00050 0.38	0.00091 0.29	0.00001 0.01	0.00050	0.00141	0.00051	0.378	360

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。



IV. 内部留保の運用

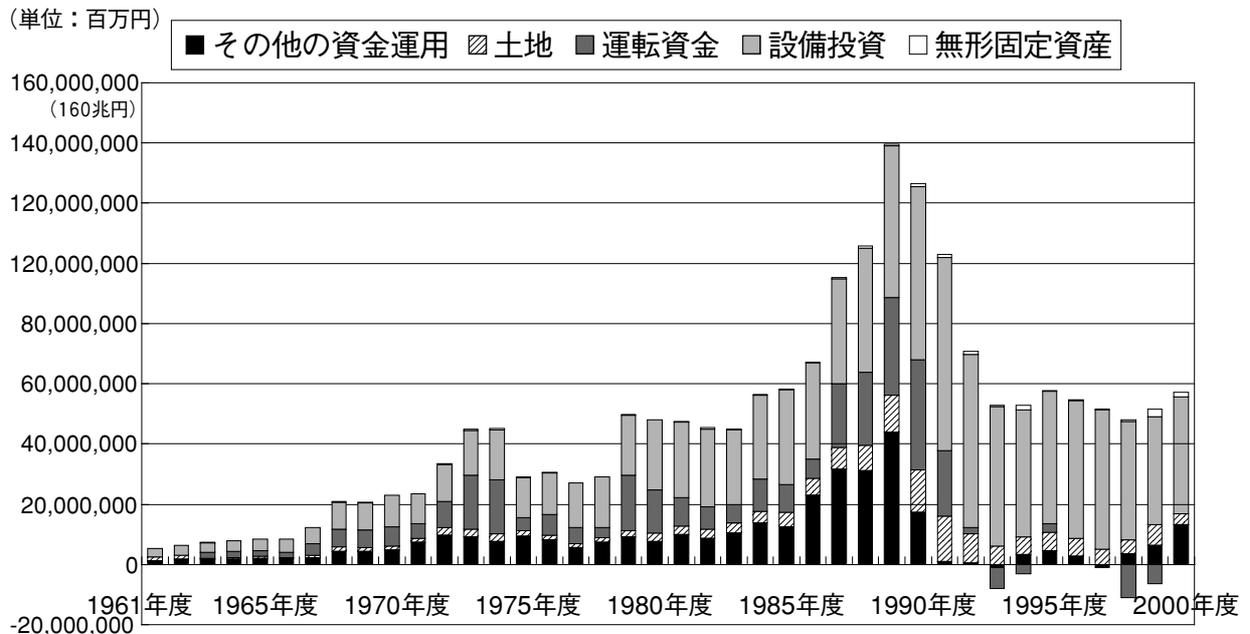
利益処分後に留保された資金，すなわち，内部留保の動きをみる。内部留保は，前掲図6，図7で見たように，利益とともに増加しているが，配当や役員賞与が固定的であるために，より大きな変動を伴って動いてきた。この内部留保は，どのような用途に支出されたのだろうか。企業は，内部留保である内部資金と市場から調達した資金や銀行から借り入れた外部資金を合わせて，その資金を運用する。したがって，内部留保がどのように運用されたかを判断することは，一般には困難である。ここでは，内部留保と資金運用先の項目の動きとの相関関係から，内部留保の運用を推測することとする。資金運用先としては，通常，「固定資産投資（設備投資，土地，無形固定資産）」，「運転資金（在庫投資，企業間信用，その他運転資金）」，「そ

他の資金運用（現金・預金，有価証券，その他の投資）」に区分されるが，ここでは，「その他の資金運用+土地」という区分も用いた。

IV-1. 資金運用の推移

まず，内部留保と外部資金を合わせた，企業の資金運用の動きを見る（図9）。これによると，設備投資は継続的に増加してきたが，バブル崩壊以降，設備投資が停滞するようになっている。バブル時には現金・預金や有価証券を中心とした「その他の資金運用」に対する需要が大幅に増加しており，また，バブル期に土地への投資も大幅に増加している。バブル崩壊後は，設備投資の水準は低下したものの，その後は横這いで推移しているが，「運転資金」，「その他の資金運用」は大幅に減少している。

図9 資金運用推移



注) 「その他資金運用」＝現金・預金＋有価証券＋その他の投資。「その他の投資」は，長期借入金，投資不動産等をさす。

(資料) 財務省「法人企業統計」

IV-2. 内部留保と資金運用との関連

以下，内部資金がどのように支出されたかを考えてみよう。既に述べたとおり，企業の内部留保資金の運用は，企業内部でその資金源が色分けされるものではない。そこで，内部留保と資金運用の動きとの相関関係から，内部留保が，より相関関係の高い資金運用先に支出されたのではないかと推測することとする。

「その他の資金運用（現金・預金，有価証券，その他の投資）」、「その他資金運用+土地」「土地」「運転資金（在庫投資，企業間信用，その他運転資金）」及び「設備投資」と内部留保との相関関係を整理したのが表5である。データは年度別，産業別，資本金規模別のパネルデータである⁹⁾。

全期間では「その他の資金運用」「運転資金」との相関関係が高く，「土地」「設備投資」との

相関関係が弱かった。

次に，時系列の推移を見ると，「その他の資金運用」「その他の資金運用+土地」ともバブル期に相関が低下している。すなわち，バブル期に内部留保が増大したことが有価証券や土地などへのバブル的な投資を高めたとは言えないようである。「運転資金」の相関も低下しているが，「設備資金」の相関は高まっている。しかし，そもそも相関係数は高くない。

IV-2-1. 株価と地価を考慮した推計

次に資金運用を，株価や地価との関係も考慮して相関を見てみる。結果を整理したのが表6である。

全期間では「その他の資金運用」「その他の資金運用+土地」「運転資金」「土地」「設備投資」いずれとの相関関係も高まった。「設備投

表5 内部留保と各資金運用との関係

〈推計式〉各種運用項目/売上高=α×内部留保/売上高+C

	その他の資金運用		その他の資金運用+土地		土 地		運 転 資 金		設 備 資 金		サンプル数
	係 数	R 2	係 数	R 2	係 数	R 2	係 数	R 2	係 数	R 2	
1961—2000	0.8518 10.9768***	0.1117	1.0809 8.0215***	0.0629	0.2291 3.0344***	0.0095	1.3896 10.8653***	0.1097	0.9572 4.3648***	0.0195	960
61—65	0.9102 1.8674*	0.0287	1.9659 1.8505*	0.0282	1.0557 1.6026	0.0213	2.0842 2.4617**	0.0488	2.9333 2.1521**	0.0378	120
66—70	0.9981 4.1434***	0.1270	1.9123 4.2174***	0.1310	0.9142 3.1438***	0.0773	1.9636 5.4352***	0.2002	1.4637 1.8185*	0.0273	120
71—75	1.0349 4.0258***	0.1208	1.4578 4.4145***	0.1417	0.4229 4.0624***	0.1227	2.4946 5.4866***	0.2033	-1.4941 -2.1302**	0.0370	120
76—80	0.3281 3.3738***	0.0880	0.3805 3.5038***	0.0942	0.0524 1.5863	0.0209	0.3394 2.1239**	0.0368	0.3063 0.4965	0.0021	120
81—85	0.4208 2.1832**	0.0388	0.4735 1.7910*	0.0265	0.0528 0.6060	0.0031	0.1430 0.6410	0.0035	1.6655 3.2926***	0.0841	120
86—90	0.5353 2.2774**	0.0421	0.6926 2.2909**	0.0426	0.1573 1.5819	0.0208	0.9211 2.6478***	0.0561	1.0525 2.8138***	0.0629	120
91—95	0.4522 6.0266***	0.2354	0.1606 1.5301	0.0195	-0.2916 -4.3034***	0.1357	0.3393 1.9966**	0.0327	-0.1244 -0.3274	0.0009	120
96—2000	0.4269 3.8304***	0.1106	0.2543 2.1392**	0.0373	-0.1726 -3.6500***	0.1014	0.6660 4.8997***	0.1691	0.4398 1.7187*	0.0244	120

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

9) 業種，資本金区分，年度は注4と同じである。

表6 内部留保と資金運用との関係（全産業）

各種運用項目／売上高 $=\alpha_1 \times RE + \alpha_2 \times ST + \alpha_3 \times LA + C + ID$ 1～23

RE：内部留保／売上高（％）
 C：定数項
 ST：TOPIX 前年比（％）
 ID 1～23：産業ダミー
 LA：市街地価格指数前年比（％）

	そ の 他 の 資 金 運 用			そ の 他 の 資 金 運 用 (含 む 土 地)			土 地			
	α_1 内部留保	α_2 TOPIX	α_3 地価	α_1 内部留保	α_2 TOPIX	α_3 地価	α_1 内部留保	α_2 TOPIX	α_3 地価	adjR 2
1961—2000	0.700 8.420***	0.012 2.970***	0.086 8.870***	0.939 6.607***	0.015 2.249***	0.105 6.321***	0.239 2.859***	0.003 0.869	0.019 1.926	0.2103
61—65	0.576 0.729	0.021 0.948	0.073 0.967	0.082 0.057	0.058 1.428	0.177 1.286	-0.494 -0.581	0.037 1.521	0.103 1.265	0.5281
66—70	-0.020 -0.056	0.029 1.363	0.034 0.265	0.892 1.147	0.019 0.397	0.177 0.618	0.911 1.646	-0.010 -0.303	0.143 0.700	-0.099
71—75	0.915 2.988***	0.023 2.370**	0.005 0.142	1.209 3.527***	0.029 2.649***	0.007 0.190	0.294 3.887***	0.006 2.409**	0.002 0.284	0.7412
76—80	0.459 3.964***	0.002 0.115	-0.100 -2.487**	0.501 4.236***	0.006 0.339	-0.095 -2.306**	0.042 1.641	0.004 1.045	0.005 0.587	0.654
81—85	0.918 2.952***	0.002 0.128	-0.043 -0.258	1.062 2.882***	0.008 0.476	-0.017 -0.086	0.144 1.549	0.006 1.462	0.026 0.520	0.7432
86—90	0.412 1.819*	0.049 3.783***	0.392 3.966***	0.408 1.820*	0.040 3.146***	0.377 3.852***	-0.004 -0.055	-0.009 -2.043**	-0.015 -0.472	0.7337
91—95	0.701 3.325***	-0.012 -1.154	-0.052 -0.523	0.801 3.040***	-0.009 -0.729	0.070 0.563	0.101 0.735	0.003 0.373	0.121 1.887*	0.544
96—2000	0.216 1.428	-0.003 -0.400	-0.599 -3.531***	0.165 1.011	0.007 0.811	-0.618 -3.383***	-0.051 -0.749	0.010 2.815***	-0.019 -0.249	0.0702

表6 (つづき)

	運 転			資 金			設 備			資 金		サンプル数
	α_1 内部留保	α_2 TOPIX	α_3 地価	adjR ²	α_2 TOPIX	α_3 地価	α_1 内部留保	α_2 TOPIX	α_3 地価	adjR ²	adjR ²	
1961—2000	1.333 10.119***	-0.013 -2.106**	0.123 7.957***	0.3875	-0.016 -1.878*	0.204 9.862***	0.118 0.671	0	0.182 1.361	0.5883	0.5883	960
61—65	3.128 2.707***	-0.012 -0.371	0.036 0.326	0.4866	0	0	0.003 0.002	0	0.182 1.361	0.7083	0.7083	120
66—70	0.980 2.669***	-0.022 -0.988	0.262 1.934*	0.7283	0.082 1.483	-0.14 -0.415	-1.554 -1.691*	0.082 1.483	-0.14 -0.415	0.5835	0.5835	120
71—75	2.477 6.357***	-0.005 -0.417	-0.034 -0.790	0.6738	0.002 0.164	0.135 3.625***	-0.31 -0.909	0.002 0.164	0.135 3.625***	0.8727	0.8727	120
76—80	0.241 1.246	-0.028 -0.934	0.260 3.855***	0.1769	-0.017 -0.54	0.038 0.53	-0.386 -1.864*	-0.017 -0.54	0.038 0.53	0.9347	0.9347	120
81—85	0.496 1.308	-0.019 -1.087	0.010 0.047	0.3479	0.003 0.21	0.245 1.668*	0.243 0.897	0.003 0.21	0.245 1.668*	0.9405	0.9405	120
86—90	0.571 2.472**	-0.026 -1.943*	0.020 0.203	0.7968	-0.035 -6.589***	-0.143 -3.543***	-0.041 -0.442	-0.035 -6.589***	-0.143 -3.543***	0.9721	0.9721	120
91—95	0.958 2.133**	0.005 0.225	0.344 1.633	0.1275	0.006 0.479	0.231 2.005**	0.302 1.232	0.006 0.479	0.231 2.005**	0.9463	0.9463	120
96—2000	0.093 0.570	-0.007 -0.837	0.195 1.066	0.4072	-0.002 -0.455	0.459 4.365***	0.046 0.493	-0.002 -0.455	0.459 4.365***	0.9353	0.9353	120

注) 下段はT値であり，***は1%水準で，**は5%水準で，*は10%水準で有意であることを示す。

資」を除いては、各用途と内部留保との係数もほぼ同じで、地価や株価を入れることによって説明力が上昇している。しかし、運転資金についての株価の係数がマイナスになっている。設備資金について、係数が小さくなり、かつ株価の係数がマイナスになっている。

次に、時系列の推移を見ると、「その他の資金運用」は、バブル期に相関が高くなっているが、内部留保の係数も低下している。これは、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かもしれないことを示しているのだろう。土地を見ると、地価、株価の係数はともにマイナスになっており、内部留保の係数もマイナスになっている。設備資金については、バブル期には、地価、株価の係数はともにマイナスになっており、内部留保の係数もマイナスになっている。運転資金と内部留保との相関は、常に高く、株価や地価は有意でないことが多い。

以上について製造業、非製造業別についても推計した。全期間においては、全産業の結果とそれほど大きな違いはないが、製造業では、「そ

他の資金運用」のバブル期の相関の高まりは見られず、相関の高まりは非製造業の相関の高まりによるものと分かる。ただし、非製造業においても内部留保の係数は有意ではなかった。土地については、非製造業においても、地価、株価の係数はともにマイナスになっている。バブル期に、内部留保の増大が株や土地への投資を誘発したという議論があったが、そのような関係は検出されず、むしろ、株価の上昇が有価証券への投資を招いたと考えるべきことが示唆される。

規模別についても推計したが、「その他の資金運用」のバブル期の相関の高まりはどの規模においても見られなかった。土地については、1億円以上の規模の企業においては、地価の係数が有意でない中で、内部留保の係数が有意にプラスになっており、一部には、内部留保の増大が土地への投資を誘発した可能性があったのかもしれない。

もちろん、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すぎない。したがって、ここで得られた結論の解釈には慎重であるべきである。

V. おわりに

労働と資本の分配の推移を見ると、労働分配率（人件費／付加価値額）は、傾向的に上昇してきた。製造業・非製造業別に労働分配率を見ると、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。このような動きをしていること背景としては、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。

利益処分としての利益と配当、利益と役員賞与との関係を見る。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ままである。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。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)」への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。

参 考 文 献

大和田雅英「資本と労働の効率」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー第62号』2002年6月

斎藤静樹編著『財務会計（第3版）』有斐閣，2000年

胥鵬「第1章 経営者インセンティブ」伊藤秀史『日本の企業システム』東京大学出版会，1996年

広田真人「第2章 配当政策の現状」森脇彬編著『日本企業の配当政策』中央経済社，1992

年

松浦克己「第5章 日本企業の配当政策」松浦克己・竹澤康子・戸井佳奈子『金融危機と経済主体』日本評論社，2001年

Porta, Rafael la, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Agency Problems and Dividend Policies around the World,” The Journal of Finance, VOL.LV, NO. 1 February2000