

企業が保有する投資資産分析についての考察

須 藤 時 男

目 次

1. はじめに
2. 投資資産の定義
3. 投資資産保有と本業の業績
4. 投資資産保有と企業の最終業績
5. おわりに

1. はじめに

企業の保有する資産については様々な分類方法が存在しており、また古くよりその分類方法等については様々な議論がなされている。現行のわが国の会計基準等により定められた分類において企業の保有する資産は、流動資産・固定資産・繰延資産に分類することが規定されており、それらの資産はさらに細分化されている。また、こうした制度上の分類とあわせて、様々な観点から資産の分類がなされている。例えば、損益計算との関係から資産は、貨幣性資産と費用性資産に分類されており、企業の保有する資産が何れの資産に分類されるのかが、その評価方法とともに学術的な議論の対象とされるケースもある。また、企業資本等式においては、企業の保有する資産を待機分（貨幣）、充用分（商

品・機械等), および派遣分(債権・投資)に分類するといった考え方が採用されている。くわえて, 税法においても資産の分類とその内訳が定められている。

このように企業の保有する資産は, その分類がなされる局面において様々な分類方法が存在するのであるが, 何れの分類方法においても明確に分類が可能な資産と, その分類方法に様々な議論が生じる資産が存在することも事実であろう。その最も顕著な例をあげれば, 現行会計基準上は固定資産に分類され, 企業が本来の事業と位置付ける事業以外に使用する資産であり, 投資その他の資産に包含される投資目的の資産または, 投資その他の資産それ自体であろう。投資その他の資産の内訳には投資目的の有価証券や不動産が含まれるのであるが, そうした投資目的の資産の中には必ずしも投資目的と明確に位置付けることができない資産も含まれていると考えられる。具体的な例をあげれば, 投資有価証券, 投資有価証券を構成するその他有価証券および賃貸等不動産がその代表格であり, 特に, その他有価証券が投資有価証券を構成するといった点において, 先に述べた投資目的の資産の認識に妥当性があるものと考えられる。

また, 投資その他の資産における「その他」の資産は, 現行会計制度上は長期前払費用を指しているとされるが, そもそもいかなる目的で保有されているのか, その名称から内容を推し量るのは困難である。さらに, 「その他」の資産には長期前払費用以外のものも含まれ, 明確に分類する規定等が無いが故にそこに位置づけられていると捉えれば, わが国における投資資産の実態について, そうした不明瞭な目的の資産も含めたものであるとの認識を有することは可能であろう。

本稿では, 投資目的の資産を投資資産と定義し, その定義の変遷や概要を多角的視点で捉えるとともに, 企業が保有する投資資産と業績との関係を実証的に分析することにより, 投資資産の実態を把握することを主眼とする。

2. 投資資産の定義

2-1. 投資資産に関する文献上の記載の変遷

投資資産に関する先行研究については、主な文献に記載された変遷を確認することにより、各時代の実態を反映した内容が捉えられるものと考えられる。本稿では、①戦後、企業会計原則が公表されるまでの期間、②企業会計原則の公表以降、企業会計審議会において時価開示の議論がなされ始めた1990年までの期間、③1990年以降、会計ビッグバンまでの期間、④会計ビッグバンにより複数の会計基準が公表されて以降、2000年代初頭までの期間、⑤賃貸等不動産の時価や政策保有株式等の公表がなされた2009年度以降2015年に至るまでの期間の5期間に分け投資資産に関する記載の変遷を追い、その記載の特性を明らかにし、投資資産の分析における方向性を確認するための一助としたい。

①戦後、企業会計原則が公表されるまでの期間

この期間において投資資産に係る記載は、上野〔1947〕における「永久資産」や三辺〔1949〕の「永続的投資」、また上野〔1949〕の「永続投資」の記載が確認できる。特に、三辺〔1949〕においては、「此所に永続的投資といふは一財務諸表準則には単に投資とあるが、投資には一時的、臨時的に行はるゝものと、永続的、常住的に行はるゝものとの二つがあるから、両者を区別する為には斯く称するを可とするであらう—所謂同系列会社に出資して其企業を支持後援せんとする場合、他会社の株主又は社債権者となりて其営業方針を左右せんとする場合等の如きを主として、是に類似の諸他の場合を指称するものであるが、是等の場合においては、其当初の目的を変更せざる限りは、一旦投下したる資本は永く其儘に据置て妄りに売買することなきを原則とするものであるから、其時々々の市価の高低如何に拘わらず、当初の投下金額を其儘其価額として継続記入して行くを可とするのである」と述べられており、現在の関連会社株式を含めた投資有価証券やこうした企業への出資金と同義であること

が確認できる。

②企業会計原則の公表以降、1990年までの期間

企業会計原則の公表以降、多くの文献においては、投資資産に関しては企業会計原則や財務諸表等規則および商法の計算書類規則に準拠した記載（例えば、黒澤 [1985] や番場 [1986] など）またはそれら基準の投資資産に関する定義の相違（例えば、江村 [1979] など）が中心となっている。そのため、投資資産は、投資その他の資産として記載され固定資産の構成要素として記載される文献が多く見られ、独立した項目として記載されるケースや索引等に投資資産として記載されるケースは限定的である。また、投資資産の中心は投資有価証券であるとされており、高瀬 [1950] (210-215頁)においては、準有形固定資産に関係企業投資勘定が存在する旨が記載されている。さらに、投資資産の構成要素である投資不動産については、投資不動産を投資資産の主要な構成要素と位置づけ、これを個別に記載した文献は太田 [1969a], 太田 [1969b], 西野 [1978] などであり、あまり多くは見られないのである。その一方で、投資資産（または投資）は管理会計や企業財務との関係で論じられるケースもあり、久保田 [1976] (200頁)においては、管理会計における構造的意思決定会計の視点から投資を「資本的支出 (capital expenditure) と同義であって、将来の多期間にわたって収益が実現するような資産に対する支出である」と定義している。また、松本・青木 [1982] (62-63頁)においては、財務構造分析における貸借対照表上の構成分析について、企業の財貨・役務の生産販売に使用されている資産を経営資産とし、それ以外を経営外資産としている。その上で、投資資産を経営外資産としている。また、企業外部からは経営資産と経営外資産を正確に区分することはほとんど不可能に近いとも述べられている。さらに、田島 [1983] (6頁)においては「企業はみずからが他の企業への資本提供者となることがある。すなわち投資であり、一時的な余裕資金を投資する場合と、他企業を支配する目的で投資する場合とがあるが、いずれにせよ、企業

の目的とする生産活動とは直接的な関係なしに行われる場合が多く、その意味で投資活動は財務活動の一種であるといえる」と述べている。また、こうした点に関し、諸井 [1984] (1-2 頁) においては、企業の財務活動の観点から「投資とは利益の獲得を目指して行われる資金の投下ということが出来る」としており、投資にかかわる未来の不確実性の程度は、投資の種類や内容によって異なっており、一様ではないと述べている。このように、企業会計原則が公表され取得原価主義が支配的であった時期においては、財務会計以外の分野で投資資産に関する議論はなされたものの、投資資産の定義については特に議論の対象とされるような記載は見受けられない。

③1990年以降、会計ビッグバンまでの期間

1990年以降、企業会計審議会において企業が保有する資産のうち特に金融商品の時価についての議論がなされるようになったが、企業の保有する資産の時価について文献上でもそうした変化を確認することができる。森田 [1995] (371頁) においては、時価基準の導入とはいっても流動資産に属する投資についてだけであるとし、固定資産に属する投資については、原価基準が支配的であるとしている。若杉 [1997] (51-57頁) においては、投資価値や投資有価証券評価について述べており、先物・オプション取引に係る金融商品や市場性ある有価証券に関する時価情報についても章を設けて論じている。新井 [1998] (108-109頁) においては、「他の企業の経営支配、他の企業との永続的な取引関係の維持、余裕資金の長期的な利殖、企業内部者への長期的融資などの目的のために資金を使用することがある」と述べたうえで、「投資とは、このような目的のために支出され取得された財務的・金融的な資産項目を指し、例えば、関係会社株式、関係会社社債、関係会社出資金、出資金、投資有価証券、長期貸付金、株主・役員・従業員に対する長期貸付金などがこれに属する」と述べている。また、投資その他の資産の「その他の資産」については、「主に、長期の前払保険料や前払地代家賃などの長期前払費用を指している」と述べてい

る。さらに、投資の評価については、「投資たる資産の評価（貸借対照表価額の決定）は、原価主義を原則とする」と述べている。このように、投資資産に関する記載はその評価についての記載が中心となっているが、この時期の文献には取得原価主義を前提とした記載が多く確認できる。さらに、投資資産に含まれる投資不動産については、投資不動産を投資資産の主要な構成要素と位置づけ、これを個別に記載した文献は畠村 [1993]、飯野 [1997] や染谷 [1997] などであり、企業会計原則の公表以降、1990年までの期間同様、あまり多くは見られないのである。

④会計ビッグバンにより複数の会計基準が公表されて以降、2000年代初頭までの期間

会計ビッグバン以降、投資資産については企業会計原則の解説にとどまらず、投資資産の性質等に関する記載もそれ以前の文献に比して多く見られるようになってきている。森田 [2000] や中村 [2005] などにおいては、索引等にも投資資産に関する記載は見受けられず、会計ビッグバンによる改革が始まる以前の文献とは大きな相違はないものとなっている。しかしながら、武田 [2008] (539頁) においては、投資の性質や投資回収といった視点での記載も確認できる。また、醍醐 [2008] (135頁) においては、投資その他の資産について、投資有価証券は関係会社以外の有価証券、その他には、投資不動産1年以内に期限の到来しない預金その他の資産等が含まれると述べており、投資不動産についての記載がなされている。さらに、平松 [2008] (47頁) の投資その他の資産の記載においては、「投資有価証券、関係会社株式、関係会社社債、長期貸付金、長期前払費用、繰延税金資産など」と述べられており投資不動産には言及されていないが、平松 [2008] (132-135頁) 投資その他の資産においては、投資不動産の評価について言及している。このように、2000年前後を境として、投資資産、特に投資不動産に関する記載が多く見受けられるようになる。

⑤賃貸等不動産の時価や政策保有株式等の公表がなされた2009年度以降2015年までの期間

会計ビッグバンより数年が経過し、各会計基準に基づく財務諸表が作成されその結果の分析もなされるようになった段階においては、企業会計原則等の解説の範囲を超え、投資のそのもの捉え方についての記載も見られるようになる。斎藤 [2013] (58頁) においては、現行基準はともかくとの前置きがあり、投資の外形ではなく実質で検討する必要性が説かれている。伊藤 [2014] (341-344頁) においては、投資とは、ある目的のために長期間にわたって保有する資産のことをいうとしており、その目的として財務諸表等規則の項目をあげ、それらの項目を保有目的で分類した場合、「他企業の支配」「長期的な利殖」「その他」の3つに分類可能であり、投資は先の2つの目的のために保有される資産を指すとしている。その上で、投資不動産は、財務諸表等規則では「その他」に含まれるが、長期的な利殖目的であるとの見解が示されている。広瀬 [2015] (271頁) においては、企業が長期的利殖などのために保有する資産として具体的に、投資有価証券と投資不動産をあげている。桜井 [2015a] (165-167頁) においては、投資その他の資産を長期の金融資産への資金投下を中心としたものとしており、賃貸等不動産を賃貸収益や時価変動による利益の獲得を目的として保有されている土地・建物などの不動産としてあげている。一方、桜井 [2015b] (52頁) においては、投資その他の資産について「現金によって回収されるまでに長期間を要するような金融資産が中心となる」と述べているが、投資不動産については言及されていない。また、上野 [2015] (150-151頁) においては、投資その他の資産について、「有形固定資産および無形固定資産以外の固定資産であり、投資その他の活動により1年以上の長期にわたって保有する資産である」と述べその範囲を形態別分類（財務諸表等規則による）により具体的に示しているが、投資有価証券については、「関係会社株式、関係会社社債およびその他の関係会社有価証券を除く」ものとしている。また、

その他には、「投資不動産や長期の預金などである」と述べている。その上で、「これらは投資その資産の形態別分類であるが、投資その他の資産はさらにその性質上次の2つに分類される」として、投資資産とその他の資産をあげている。投資資産については、「利殖や他企業との関係の維持を目的として長期にわたって保有する資産であり、これはさらに、(1) 長期の利殖を目的とした投資資産と、(2) 他企業との関係の維持を目的とした投資資産に分けることができる」としており、その他の資産は、「有形固定資産、無形固定資産および投資資産のいずれにも該当しない固定資産である」と述べており、投資その他の資産の質的分類と各資産に該当する項目を示している。ここで注目すべきは、投資有価証券と投資不動産であろう。まず、投資有価証券は「長期の利殖を目的とした投資資産」に分類されており、「他企業との関係の維持を目的とした投資資産」には、関係会社株式、関係会社社債、その他の関係会社有価証券、関係会社出資金、関係会社長期貸付金が含まれている点である。つまり、投資有価証券には、持ち合い株式等を含むその他有価証券が含まれているのであるが、その目的は、「他企業との関係の維持を目的とした投資」よりもむしろ「長期の利殖を目的とした投資」とされている点である。これは、持ち合い株式による関係維持の効果が相対的に低下、もしくはそうした効果よりも長期の利殖としての投資といった側面が重要視されるようになってきた変化を意味しているのではないかと考えられるからである。つぎに、投資不動産は、形態別分類において「その他」に属するとされているが、質的分類においては、「長期の利殖を目的とした投資資産」に分類されている点である。これは、形態別分類の根拠となる財務諸表等規則が定められた当時においては投資その他の資産に占める投資不動産の割合が高くなく、あえて独立した項目として表示する必要性が高くはなかったものが、その後の経済成長等を経る段階で独立した項目として表示する必要性が高くなってきた変化を意味しているのではないかと考えられるためである。そうした変化をうけ、投資不動産が「長期の利殖を目

的とした投資資産」を構成する一項目として無視できない水準に達したことを示しているものと考えられる。こうした文献の投資資産に関する記載からも、投資資産の性質の普遍的側面と戦後70年間における変容を確認できるものと考えられる。

したがって、投資資産を定義しその保有と業績の関係を分析するためには、投資資産の変容を把握し、現代的な意味での投資資産が如何に位置づけられているのかを把握する必要がある。

そこで、つぎに、投資資産の文献上の定義を確認する。

2-2. 投資資産の文献上の定義

本稿においては、投資資産に関する定義を明確にする目的から、過去、投資資産が如何に定義され、如何なる変遷を経て現在の定義に至ったのかを先行研究を整理し明確にしたうえで、その性質の現代的意味と本質的特徴を明らかにしたいと考える。そこで過去、特に戦後わが国において、投資資産が如何に定義され、如何なる変遷を辿ったのか、文献等を確認し、過去の知見を整理する⁽¹⁾。

まず、佐藤 [1952] (301頁) においては、総説として「投資資産は、単に投資とも呼ばれ、事業の所有する財産であるが、事業本来の目的ではなくして、他企業の支配又は統制、或は手許遊資の利殖・活用を図ることを目的として資金を投下することを指す。従来、投資資産は固定財産とは区別されて別個独立のものとされていたが、最近では企業全財産を流動財産・固定財産に二大別するに伴い、資金の固定化という点で何等固定財産と異なるところがないので、投資財産も固定財産の一部とされるようになった」と述べられている。また、投資資産の分類については、佐藤 [1952] (301頁) において「投資資産は、ドイツ流にこれを投資目的によって分類し、事業の支配統制を目的とする資本参加と、遊資の利殖を図る長期投資に分けることもできるが、最近はむしろ英米流に、その投資形態を中心として、関係会社有価証券、投資有価証券、出資金、

長期貸付金、その他の投資の五項目に分類する傾向が強い」と述べられている。投資資産の分類についての同様の記載は、佐藤 [1953] (158-159頁) においても確認できる。なお、引用文中にある「投資資産は固定財産とは区別されて別個独立のものとされていた」の記載は、戦前の商工省臨時産業合理局「財務諸表準則」を意識したものであると考えられる。この点に関して、長谷川 [1938] (330頁) においては「投資は固定資産と区別する必要がある。合理局準則に於ては両者を区別すべきことを教ふ。この投資の種類に就き準則は次の如きものを挙げて居る」と述べておられる。その上で、不動産、同系会社出資、同系会社勘定、関係会社有価証券、出資金、有価証券、貸付金、金銭信託の8種類の具体的な資産を示している。したがって、戦前期のこの当時は、投資資産が固定資産とは区別されており、投資目的によって分類されていたことが確認できる⁽²⁾。

また、阪本他 [1956] (151-152頁) においては、「投資に属する資産（ここでは簡単に投資資産という）は、関係会社有価証券、投資有価証券、出資金、投資不動産、金銭信託などをいうのであるが、これらの投資資産については、二つのグループを区別することが必要である」と述べられており、それぞれのグループについて以下のように述べられている。その一つは「長期貸付金によって代表される資産のようにワン・イヤー・ルールによって、資産が現金化するのに一年以上を要すると認定された結果、投資資産なる貸借対照表の区分に掲記される」グループである。そしてもう一つは「投資資産の種類は、当初から投資という性格が明瞭な資産たる特長をもっている。この中には、投資不動産の如き特殊なものも含まれるとともに、関係会社に対する出資金や貸付金の如く債権的性格の明瞭な」グループであるとされる。したがって投資資産は、流動性の観点からの区分と投資の性格の明瞭性といった観点からの区別により定義されるものであると考えられる。

さらに、中村 [1965] (170頁) においては、「投資資産とは、企業本来の目

のではない特殊の目的をもって資金を比較的長期に亘り営業外に投下したものをいう。その目的は、長期資金を多額に保有する保険会社、信託会社等においては利殖の目的をもって行なわれることがあるが、一般の事業会社においては、利殖よりはむしろ他企業の統制、支配或いは営業を円滑にするために行なうことが多い。投資資産の分類としては、投資目的により事業の支配、統制を目的とする資本参加と遊資の利殖を図る長期投資とに分けることもできるが、最近はその投資形態を中心として、関係会社有価証券、投資有価証券、出資金、長期貸付金、その他の投資の五項目に分類する傾向が強く、わが国財務諸表準則⁽³⁾もこれら五つの区分によって記載すべきことを規制している」と述べられている。

つぎに、同文館『会計学辞典』と中央経済社『会計学大辞典』を年代別に参照しながら投資資産、投資有価証券、投資不動産等の用語の定義を比較し、時代による変化を含め整理した。その結果、先に述べた「投資資産に関する文献上の記載の変遷」での記載と軌を一にしていることが確認できた。なお、『会計学辞典』は神戸大学の研究者を中心に、『会計学大辞典』は一橋大学の研究者を中心に編纂されており、同一用語についての執筆者もそれぞれ相違している。また、『会計学辞典』が1955年に初版であるのに対し、『会計学大辞典』は1971年が初版であるため初版の時期には15年以上の開きがある。こうした前提認識のもとで、特に注目すべき点は、『会計学大辞典』における土方 [1996] (792頁) による以下の定義であろう。すなわち、投資とは「長期的な利殖、他企業の支配、緊密な取引関係の保持などを目的として保有される資産である」と定義されており、「「投資資産」とも呼称される」と述べられている。また、「投資」は「企業本来の経営目的のための資本の投下形態からすれば、すべての資産が投資資産であるが、「投資」は資本の活用形態であるので、内部投資ではなく「外部投資」である」としている。さらに、「資本が長期的に拘束されて、流動資産、繰延資産のいずれにも分類しえないので、長期的な外部投資

として「固定資産」に分類される」としたうえで、それらの目的を、「他企業の支配、緊密な取引関係の保持」、「長期的な利殖」、「経営上の便益を得る」、「慣行的に投資に含められる、決済日後1年以内に弁済されない破産債権、更生債権など」の4点に大別している。

投資資産の定義については既に見たとおりであるが、さらに、投資資産を対象とした会計である投資資産会計についても、若干の整理を行う。投資資産会計という用語を用いた研究は少なく、土田 [1961] や土田 [1970] における「投資資産会計論」が確認できるのみあるが⁽⁴⁾、土田 [1961] (395頁) によれば「投資資産について会計学上特に問題の多いのは親会社が子会社支配のために行なう投資である」と述べられている。また、土田 [1961] (395頁) においては、「投資資産に対する会計学上の論攻は他の分野に比してなお極めて微々たるものであり殊にわが国においてそうである」と述べられており、この分野の研究が1961年当時においても少なかった事実が確認できる。さらに、土田 [1961] (396頁) においては、「会計学上いうところの「投資資産」の内容は単純ではない。さらにまた、何をもって会計上の投資資産となすかという定義ないし限定は、それが会計主体の目的概念を前提とする限り、必ずしも容易ではない。従っていわゆる「投資資産」について、会計学上の蓋然的な論攻をつくそうとするならば膨大な紙幅を必要としよう」と述べている。その上で、「投資資産のもつ最大の問題は、その内容をいかに表示し、またそれをいかに理解するかにある」と述べている。なお、投資資産を構成する、投資有価証券と投資不動産に関しては、投資有価証券の定義に関係会社有価証券を含めるか否かといった点と、投資不動産が投資資産を構成する主要な要素としての地位を占めるようになった経緯は、投資資産の定義を現代的な意味で捉え直す場合に重要な視点となるものと考えられる。

以上、わが国における投資資産の定義について、戦後から現代にいたるまでの議論を中心に整理を行ったが、そうした整理においては以下の特徴を指摘す

ることができよう。まず、①投資資産は、事業本来の目的で保有される資産ではない「外部投資」であることが指摘されていること。つぎに、②戦前期は投資目的によって分類されていたものが、戦後投資形態により分類されるようになり、固定資産に含められるようになったこと。さらに、③短期的利殖よりもむしろ長期的な視点での事業への貢献を企図して保有される資産であるが、何をもって会計上の投資資産となすかという定義することは困難であること。その結果、先行研究より導かれる投資資産の定義においては、④明確に分類することが難しい「その他の資産」的な要素をも多分に包含したものが投資資産と定義されることになるものと考えられること。そして、具体的には、⑤投資目的の有価証券や不動産等により構成されることが、指摘されている。

また、投資資産の定義においてその時代的な特徴を整理すべくあらためて『会計学辞典』による定義の変遷を辿れば、先に示した特徴がほぼ反映されていることが確認できる。『会計学辞典』は、その筆者は時代により異なるものの、その当時における一流の研究者らが執筆しているため、定義についても執筆された時代にひろく認識され、学術的にも一定のコンセンサスが得られていた内容が記載されているものと考えられる。このような認識のもと、先に示した先行研究から導かれる投資資産の定義を改めて確認すれば、⑤投資目的の有価証券や不動産等により構成されるといった特徴が、戦後いつの時代にも共通した特徴として示されるのか、といった点に疑問が生じよう。つまり、『会計学辞典』初版における山下〔1955〕（681頁）による定義においては、長期の企業外部への有価証券による投資であるといった点は確認できるものの、不動産についての記載はない。また、『会計学辞典』での投資不動産の記載は、初版より記載されているが、投資資産（投資または投資その他の資産の用語の解説も含む）の記載に投資不動産が明記されるようになったのは、1976年の第三版からとなっている⁽⁵⁾。したがって、企業が保有する不動産については、不動産業や一部の金融機関を除けば、投資目的で保有するケースはそれほど多くはな

く、投資不動産（不動産業の保有する不動産は事業本来の目的で保有する資産であるため投資不動産には含まれないものと考えられる）が投資資産を構成する要素として無視できないようになったのは高度成長期もしくはそれ以降であるものと考えられる。ただし、先に示したとおり両辞典では投資不動産の記載がともに初版から記載されており、また、戦前の長谷川〔1938〕（330頁）や戦後の阪本他〔1956〕（151-152頁）においても、既に投資不動産が投資資産の構成要素として示されており、概念的には投資資産の一部として投資不動産が存在していたことは確認できる。しかしながら、実態として企業の保有する投資資産に投資不動産が一定の地位を占めるようになるのは、戦後すぐにではなく、高度成長期を経験した段階からであると考えられる。なお、財務省財務総合政策研究所〔2011〕によれば、法人企業統計調査の四半期別法人企業統計調査において、投資その他の資産の内訳として投資不動産が調査項目とされたのが1973年（昭和48年）の「4～6月期」からである。そのため、行政サイドにおいても、高度成長期を経験した昭和40年代の後半の時期において、企業の保有する投資資産の内訳として投資不動産が一定の位置づけを占めるようになったとの認識を持つに至ったと推測することに、妥当性はあるものと考えられる。

2－3．投資資産の範囲

財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下、財務諸表等規則という）によれば、わが国において、企業の保有する資産は、流動資産、固定資産及び繰延資産に分類されている。さらに、固定資産に属する資産は、有形固定資産、無形固定資産及び投資その他の資産に分類して記載するものとされており、企業の保有する投資資産は、投資その他の資産に分類されるものをさす。また会社計算規則においても、固定資産は有形固定資産、無形固定資産、投資その他の資産に区分しなければならないことが定められている。

したがって、わが国における現行の会計基準等において投資資産は、固定資

産に分類される資産のうち、有形固定資産および無形固定資産以外の投資その他の資産に分類される資産であり、企業が本業以外で使用する資産が投資資産に分類されるものであると考えられる。

ただし、流動資産に分類される短期保有の有価証券や固定資産に分類される有形固定資産となる不動産、さらには、流動資産に分類される現金等においても実質的に「投資目的」の資産として保有されるケースや明確な目的のない「その他」の資産として保有されるケースも想定される。そのため、概念的には会計基準等により規定される範囲よりもより広い範囲に投資資産が存在するものと考えられる。

まず、最広義に投資資産を捉えれば、現行会計基準等で固定資産に分類される資産と流動資産に分類される資産のうち、短期保有目的の有価証券であっても投資目的で保有される有価証券や遊休資産など余剰分の資産として保有される資産の総計をもって投資資産とすることに、妥当性があるだろう。しかしながら、企業の外部においては、何をもって投資目的と捉えているのか、また、何をもって余剰分の資産と判断するのか、客観的にこれを把握することは困難である。そのため、明確に把握可能な資産である固定資産をもって、最広義の投資資産として捉えることが現実的な対応であると考えられる。

つぎに、現行会計基準等で投資その他の資産に分類される資産を広義の投資資産として分析する。これは、投資その他の資産が具体的な数値として把握可能な資産であるためその数値を投資資産の数値として用いた分析を行うためである。

さらに、投資有価証券と賃貸等不動産を合算したものに、固定資産に占める投資有価証券と賃貸等不動産以外の投資目的の資産および余剰分の資産をあわせて投資資産と定義することは論理的に可能であり、このように定義した投資資産は概念上、もっとも投資資産に近いものである。しかしながら、固定資産に占める投資有価証券と賃貸等不動産以外の投資目的の資産および余剰分の資

産を明確に把握するのは困難であるため、ここでの投資資産の定義は、あくまでも概念上の定義とされよう。具体的に把握可能な投資資産としては、投資有価証券と賃貸等不動産を合算したものであり、これをもって、投資資産と定義をする対応が可能である。そしてさらに、投資有価証券より関係会社株式等を控除したその他有価証券と賃貸等不動産を合算したものを狭義の投資資産と定義をする対応が可能である。この場合、関係会社株式等が含まれないため、投資資産の定義に含まれる「他企業支配」のうち関係会社等への投資が外れることになるが、「他企業支配」に関係会社等を含めて検討していたのが単体での決算が主流の時代の定義であるとすれば、連結主流の時代においてはそうした投資の部分を除いて検討しても良いのではないかと考えられる。

なお、その他有価証券と投資不動産を合算したものを最狭義投資資産と定義をする対応が可能であるが投資不動産を計上する企業は極めて少なく、実際に投資不動産を保有している企業も投資不動産としての計上がなされていないケースも多く見受けられるため、分析対象として把握するには困難が伴う。また、不動産業における賃貸等不動産は本業に使用する資産であるため、投資資産ではなく、有形固定資産に計上されるものと考えられる。そのため、不動産業において賃貸等不動産を投資資産に分類計上する企業は少ないであろう。したがって、実際に把握可能な投資目的の不動産に関するデータは、賃貸等不動産により把握するべきであり、投資資産の分析といった観点からは、不動産業で保有される賃貸等不動産はその分析の対象より除かれて分析されるべきであると考えられる。なお、投資目的の有価証券については、2010年の「企業内容等の開示に関する内閣府令」により有価証券報告書への開示がなされた政策保有株式のデータが2009年度より存在する。しかしながら、これは財務諸表等が開示される「経理の状況」にではなく「コーポレート・ガバナンスの状況」に単体ベースのデータが開示されたものであるため、他の資産が連結ベースのものである場合、その比較等においては十分留意する必要があるだろう。

本稿においては、上記認識により投資資産を、以下の区分で設定しその範囲等の相違を踏まえて投資資産保有の影響を確認する。

1. 対総資産比率：固定資産・・・最広義
2. 対総資産比率：投資その他の資産・・・広義
3. 対総資産比率：投資有価証券と賃貸等不動産の合計・・・中間義
4. 対総資産比率：その他有価証券と賃貸等不動産の合計・・・狭義

投資資産には、純粋な投資目的つまり、投資額とそのリターンがはっきり企図された投資と明確な目的を有さない「その他」的要素を含んだ投資資産があり、特に、過去古くより保有されている資産は性質的にそうした側面を有しているものと考えられる。具体的には、投資その他の資産における「その他（例えば持合い以外の目的で保有されるもの）」の有価証券、賃貸等不動産における遊休不動産や賃貸目的で保有されているにもかかわらず一時的に借手が存在しない不動産などである。したがって、明確な保有の目的はないが企業に保有され続ける資産も含めて投資資産として把握し分析することにより、より投資資産の実態を明確に把握できるものと考えられる。

なお、先に概念的には投資資産に含められるべきものの、客観的把握可能性の観点から分析対象より排除された「その他」の資産についても仮にその把握が可能であれば投資資産の実態把握に同様の貢献が有るものと考えられる。

2-4. 投資資産の評価

投資資産を分析するにあたり、その前提として重要になるのがその評価であろう。つまり、企業が本業で使用する事業用の資産は通常、取得原価から減価償却費等を控除した簿価で評価されるのに対し、純粋な利益の獲得を目指して行われる資金の投下たる投資資産はキャピタル・ゲインの獲得等を目的に保有される資産であるため、時価または公正価値をもって評価されることになる

考えられるからである。しかるに、わが国における投資資産は、短期的利殖よりもむしろ長期的な視点での事業への貢献を企図して保有される資産としての側面を有するものを含むため、評価に関する議論等を経ずに投資資産の定義を検討するのは十分な検討とはいえないものと考えられる。また、先に文献上での記載の変遷で確認したように、長く取得原価主義のもとで投資資産についての評価がなされてきた会計実践の経緯とその蓄積もある。そのため、投資資産を評価するのに時価または公正価値をもって評価するとの結論を導くためには、取得原価主義のもとで展開された投資資産の時価評価に関する議論の推移をその代表的な先行研究をもって確認する必要があると考えられる。

木村〔1953〕では、以下のような議論が展開されており、企業会計原則の公表後においても投資資産の時価評価についての議論が展開されていた事実が確認できる。そこで、多少長文になるが、該当する記載を確認しておく。木村〔1953〕（291-292頁）では「固定的投資である有価証券の価値は投資価値である。しかし、「投資価値」も投資の種類によってその内容が異なると考えられ、投資有価証券の場合も、それが一般の株式・社債であるか、関係会社有価証券であるかによって異なるものと見られるべきである。特別関係のない他の会社の株式・社債を所有している場合、企業としてそれに投ぜられた資金を長期にわたって本来の営業資金から取除けておくことは、単純に言えば変則的である。企業は借入金の担保として用いるため、或いは保証金等の代用とするため、優良な有価証券を長期間にわたって保持することがある。しかしその同じ銘柄を一時的遊資の運用として保持する場合がないとはいえず、もともと流動的投資か固定的投資かの区別は特定の有価証券について、企業が明瞭にしているとも限らない。また一時的所有目的のものが、市場性が漸次に少なくなつて、流動資産には属せしめ得られないと判断されるものになる場合もあるであろう。特定有価証券が長期にわたって所有されている場合に、その取得原価額と現在のその市場価格の水準とが明瞭に異なっているならば、評価にあたってこの現

在市場価格水準を充分尊重すべきであることは、同一価格水準における短期間の時価変動の場合とは異なる。有価証券はそれを発行している企業の成果によってその市場価格水準が長期的に移転するので、換価価値についても投資価値についても、その評価の場合に現在市価水準を顧慮することが正当であることは疑いない」と述べている。また、「しかし、発行会社の業績とその株式の市価とは長期的には一致して変動するから、投資価値・換価価値双方について、慎重の原則による顧慮をなしつつ、現在市価水準を評価に採り入れるべきである。一時的所有の市場性ある有価証券であっても、事実上数年間所有を継続したもののについて、右のような顧慮をすべきである。この意味では短期投資の場合よりは長期投資の場合に一層大きく時価顧慮—市価水準顧慮—という意味での理由がある」と述べている。また、木村〔1953〕（292-293頁）では「投資という資産についてはその取得原価およびそれを基礎とした価額はその投資価値を表わすのである。最も重要な問題は、投資価値の変化はどのようにして捕捉し記録・表示すべきかの点にある。もう一つの疑問は、市場価格を投資価値から、投資価値を市場価格から切離して考えた方がよいか関連せしめて考えた方がよいかの問題である」と述べている。その上で、木村〔1953〕（293頁）「市場価格は投資価値の考量に際してきわめて有力な根拠となるであろう」との見解が示されている。さらに、木村〔1953〕（293-294頁）では「所有有価証券は、流動資産に属するものも固定資産に属するものも、その取得原価或いはそれを取得後のその価値の変化に応じて増減せしめた価額によって貸借対照表に表示すべきである。流動資産に属する有価証券でもその時価で貸借対照表に計上する理由はない。そして時価を顧慮することは、有価証券が流動資産である場合も固定資産である場合も必要で、前者の場合にはその換価価値を、後者の場合にはその投資価値を判断する方法として適当なのである。いずれにしても有価証券は非循環資産であるのでその時価を顧慮する程度はあまり多くない。結論的には、どのような目的で保持されているにせよ、有価証券市場水準の恒久的

な下降によって、換金価値・投資価値の減少を判断したならば、取得原価をそれに相応して切下げることは適当である。しかし、一時的所有の市場性ある有価証券でも、時価がその取得原価額よりも下ったからといって必ずしも取得原価額をその貸借対照表価額として用いることが不適当だということもない。この点で商法の評価規定も機械的であるという欠点をもつ」と述べている。その上で、木村〔1953〕（294頁）では「この種有価証券の時価を貸借対照表の註として示すことが有用であることを否定する者はないであろう。市場水準の恒久的な上昇を貸借対照表価額に反映することも、下降の場合に比してさらに遠慮気味の程度で行うことは、投資である有価証券についても、さまたげないのである。ただ、このような評価理論の趣旨を商法の規定等に盛込むことは技術的にも容易ではない」としている。その上で、投資である有価証券について「評価損益」を計上することは認められないことではないとしながら、「損益計算書の「営業外損益」のうちにあるかどうか疑問であるとの見解が示されている。このように、60年以上も前に展開された先行研究においても、投資資産の評価においてはその時価を考慮すべきことが指摘されているのである。なお、笠井〔1997〕等により説かれる企業資本等式や斎藤〔1999〕や大日方〔1994〕によって展開される「主観のれん説」においても、有価証券等の時価評価は説明可能であるとの理論が述べられている。

わが国の会計基準においては、投資有価証券に包含されるその他有価証券の時価が貸借対照表上に計上されたのがその先行適用を含めれば、2000年度からであり、投資不動産を包含する賃貸等不動産の時価等が注記情報として開示されたのが2009年度からである。こうした事実を勘案すれば、先に示した先行研究での指摘が、現状では、実際の会計基準に反映されて実践されているといえる。ただし、投資目的の不動産については先に示した先行研究には言及されておらず、また、現行会計基準においても財務諸表本体ではなく注記情報として開示されているに過ぎない。したがって、投資目的の不動産については、投

資目的の有価証券と同様に投資資産ではあっても、そのボリュームやそれに起因する影響といった点において、投資目的の有価証券と相違があるものと考えられる。特に、投資目的の有価証券が広く企業の保有する資産として浸透しているのに対し、投資目的の不動産はその保有企業が限定されているといった事実は、投資有価証券を計上している企業と投資不動産が計上されている企業数の相違といった点からも推察できる。

したがって、投資資産の分析においては、投資資産を構成する投資目的の有価証券と投資目的の不動産ではその貸借対照表上の評価が時価と簿価で相違しており、また、その保有される企業範囲も相違するといった点に留意して分析する必要があるものと考えられる。さらに、総資産に占める投資目的の有価証券の比率と総資産に占める投資目的の不動産の比率を別々の変数として分析を行う場合には、投資目的の不動産については時価を使用し、その分母となる総資産については、その不動産の時価と簿価の差額を加算したものを使用する必要があるだろう。つまり、投資目的の有価証券は時価で評価されており、その時価を反映した総資産で投資目的の有価証券を除いているのであるから、投資目的の不動産についてもそれと同様の分析手法を適用し平仄をわせる必要があると考えられるからある。ただし、投資目的の有価証券と投資目的の不動産をあわせて投資資産と定義し、合計値を投資資産の計上額として総資産に占める比率を分析する場合には、分母となる総資産はひとつであるため、上記調整をする必要はないものと考えられる。

また、投資資産の評価が取得原価主義によるものから、時価評価もしくは時価情報の注記による開示へと変化した段階においては、時価を用いることで投資資産の保有が企業の業績へ如何なる影響をもたらしているのかをより明確に把握・確認することも可能となろう。その場合、企業の業績も本業の業績とするのか、あるいは企業の最終業績とするのかにより、その影響の捉え方も異なり、投資資産の保有効果の意味合いも異なるものと考えられる。

3. 投資資産保有と本業の業績

3-1. 分析対象企業の選定

企業が保有する資産についての時価情報開示の議論がわが国においてなされたのは1990年度であり、企業の保有する有価証券について注記情報として実際に時価開示がなされたのも1990年度である⁽⁶⁾。そのためその前年度である1989年度を企業が保有する資産について「価値の公表を意識する前段階」と位置付けることが可能である。また、こうした段階からデータが存在している企業を分析対象企業とすることで、長期的な視点での企業の投資資産保有状況に関するデータ取得が可能になり、把握するデータの質も一定水準で確保可能になるものと考えられる。したがって、本稿においては、1989年度（1989年4月から1990年3月までの期間をさす。以下、年度は同様に4月から3月までの期間をさす。）以降2012年度までのデータ抽出が可能な企業のうち東京証券取引所第一部に上場している3月決算の企業を対象としこれを考察する。

各年度のデータは日経 NEEDS-FAME によるものとし、金融・保険を除く全業種で東京証券取引所第一部に上場しており、1989年度（1990年3月期決算）から2012年度（2013年3月期決算）までのデータ抽出が可能な3月決算⁽⁷⁾の企業846社のものを使用する。なお、2012年度の分析対象企業の業種（「東証33業種」）の内訳は下記のとおりである。

図表1 分析対象

| 33業種区分 | 単体ベース | | 連結ベース | | 単体連結差 |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | 企業数(社) | 割合(%) | 企業数(社) | 割合(%) | |
| 水産・農林業 | 2 | 0.23% | 2 | 0.37% | 0 |
| 鉱業 | 3 | 0.35% | 2 | 0.37% | 1 |
| 建設業 | 69 | 8.15% | 21 | 3.91% | 48 |
| 食料品 | 37 | 4.37% | 26 | 4.85% | 11 |
| 繊維製品 | 23 | 2.71% | 22 | 4.10% | 1 |
| パルプ・紙 | 8 | 0.94% | 6 | 1.11% | 2 |
| 化学 | 84 | 9.92% | 60 | 11.19% | 24 |
| 医薬品 | 21 | 2.48% | 10 | 1.86% | 11 |
| 石油・石炭製品 | 4 | 0.47% | 2 | 0.37% | 2 |
| ゴム製品 | 7 | 0.82% | 5 | 0.93% | 2 |
| ガラス・土石製品 | 20 | 2.36% | 15 | 2.79% | 5 |
| 鉄鋼 | 24 | 2.83% | 16 | 2.98% | 8 |
| 非鉄金属 | 17 | 2.00% | 15 | 2.79% | 2 |
| 金属製品 | 18 | 2.12% | 11 | 2.05% | 7 |
| 機械 | 87 | 10.28% | 61 | 11.38% | 26 |
| 電気機器 | 95 | 11.22% | 79 | 14.73% | 16 |
| 輸送用機器 | 47 | 5.55% | 29 | 5.41% | 18 |
| 精密機器 | 19 | 2.24% | 15 | 2.79% | 4 |
| その他製品 | 21 | 2.48% | 12 | 2.23% | 9 |
| 電気・ガス業 | 16 | 1.89% | 4 | 0.74% | 12 |
| 陸運業 | 30 | 3.54% | 25 | 4.66% | 5 |
| 海運業 | 9 | 1.06% | 9 | 1.67% | 0 |
| 空運業 | 2 | 0.23% | 2 | 0.37% | 0 |
| 倉庫・運輸関連業 | 14 | 1.65% | 12 | 2.23% | 2 |
| 情報・通信業 | 26 | 3.07% | 8 | 1.49% | 18 |
| 卸売業 | 71 | 8.39% | 37 | 6.90% | 34 |
| 小売業 | 24 | 2.83% | 6 | 1.11% | 18 |
| 銀行 | 分析対象外 | | 分析対象外 | | — |
| 証券、商品先物取引業 | 3 | 0.35% | 1 | 0.18% | 2 |
| 保険業 | 分析対象外 | | 分析対象外 | | — |
| その他金融業 | 11 | 1.30% | 3 | 0.55% | 8 |
| 不動産業 | 15 | 1.77% | 10 | 1.86% | 5 |
| サービス業 | 19 | 2.24% | 10 | 1.86% | 9 |
| 合計 | 846 | 100% | 536 | 100% | 310 |

ただし、本稿で実際に分析上使用するデータは原則連結ベースのデータであるため、846社中、1989年度以降の連結データが存在する536社を分析対象としている。そのため、分析対象データ数は、合計12,864データ（536社の24年度分のデータ）となる。

本稿で分析対象とする投資資産のうち、その他有価証券の時価については、金融商品会計基準により2001年度（2000年度からの先行適用が認められていた）から財務諸表上に記載されている。

3-2. わが国における投資資産保有企業の本業での業績

古くより知られるギルマンの所説⁽⁸⁾によれば、本稿で最広義の投資資産と定義した固定資産が過大であることは企業にとって重大な問題であり、企業疾患と捉えられる状態であるとされる。そのため、固定資産の保有比率と総資産営業利益率との間には負の関係があるであろうといった推測も可能である。そこで、以下の仮説を検証する。なお、本業での業績を意味する営業利益を用いた収益性を示す指標としては、使用総資本営業利益率を用い、また使用総資本の運用効率を示す指標としては使用総資本回転率を用いるべきである。しかしながら、厳密な使用総資本の把握が困難であるため、本稿では使用総資本に代えて総資産、具体的な数値としては資産合計を用いる。

仮説1 固定資産の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

$$y = \text{総資産営業利益率（＝営業利益／資産合計）}$$

x_1 = 固定資産／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

なお、統計的な分析における外れ値については、いくつかの対応が考えられるが、木村 [2009] (38頁) においては、除外基準（上下 1 %）では外れ値の影響を排除できていない可能性がある場合、各財務指標で上下 2.5 %、5.0 % となるサンプルを除外する検証も行ったとの記載がある。そのため、分析対象によりいくつかの水準で検証するケースもあることが認識される。また、大日方 [2013] (29頁) においては、先行研究の慣例に従えば上下 1 % という数値基準が採用されているものの、「一般に、外れ値については、その判断基準と処理方法（除外するか、置換するか）について、確たる決め手がない」と述べられており、外れ値の除外も置換も問題がないわけではないといった点を認識できる。さらに、大日方 [2013] (321頁) においては、「客観的なデータを研究者自身に変更することに対しては、できるだけ慎重になった方がよい」と述べ、「全データをそのまま使えるなら、その方が望ましい。それが原理原則、研究の原点である」との見解を示している。

本稿においては、先に「分析対象企業の選定」で示した企業のデータを対象に分析を実施する。分析対象データは比較的歴史があり、企業規模やガバナンスの体制においても一定の条件に適った企業のもを悉く抽出したものであると考えられ、また、本稿の目的が投資資産の実態把握であるため、データ分析

において外れ値を排除せずに分析を行う。

以下、本節での分析において同様とする。具体的には分析対象データの数値を原則そのまま使用し、基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表2 基本統計量（固定資産の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 固定資産／ 資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------|--------------|--------|-------------|
| 企業データ数 | 12,848 | 12,848 | 12,848 | 12,848 | 12,848 |
| 平均値 | 4.30% | 46.25% | 5.20% | 0.9797 | 1.0905 |
| 標準偏差 | 0.0365 | 0.1633 | 0.0551 | 0.5113 | 0.6473 |
| 最小値 | -39.33% | 4.18% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 2.27% | 35.13% | 2.29% | 0.7098 | 0.6498 |
| 中央値 | 3.86% | 45.46% | 4.43% | 0.8842 | 0.9759 |
| 第3四分位 | 5.96% | 55.52% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 32.42% | 98.99% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表3 相関係数（固定資産の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 固定資産／ 資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|-----------|--------------|---------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 固定資産／資産合計 | -0.0580 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.7847 | 0.0924 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0185 | -0.2834 | -0.2829 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.3120 | 0.0330 | -0.2440 | 0.1086 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を固定資産／資産合計としたときの結果は、以下にまと

められている。

図表 4 多重回帰分析結果（固定資産の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-------------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.0185 | 10.2793 | 0.0000*** |
| 固定資産／資産合計 | － | -0.0207 | -13.5994 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5600 | 167.5696 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0182 | 41.3255 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0049 | -16.5941 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.7516 | | |

※ *** は0.1％水準，** は 1％水準，* は 5％水準，† は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための固定資産／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり，0.1％の水準で有意となっている。したがって，仮説 1 は支持することができる。

仮説 2 投資その他の資産の保有比率の高い企業ほど，低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は，以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで，

y = 総資産営業利益率（＝営業利益／資産合計）

x_1 = 投資その他の資産／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換

したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表 5 基本統計量（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 投資その他の資産 ／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|-------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 |
| 平均値 | 4.30% | 12.86% | 5.20% | 0.9798 | 1.0904 |
| 標準偏差 | 0.0365 | 0.0715 | 0.0551 | 0.5114 | 0.6474 |
| 最小値 | -39.33% | 0.08% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 2.27% | 7.90% | 2.29% | 0.7098 | 0.6497 |
| 中央値 | 3.86% | 11.46% | 4.43% | 0.8843 | 0.9757 |
| 第3四分位 | 5.96% | 16.30% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 32.42% | 60.02% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表 6 相関係数（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 投資その他の資産 ／資産合計 | 売上高営 業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|-------------------|--------------|-------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 投資その他の資産／ 資産合計 | -0.0538 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.7846 | -0.0484 | 1.0000 | | |

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 総資産回転率 | 0.0184 | 0.0058 | -0.2831 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.3119 | -0.0820 | -0.2439 | 0.1087 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を投資その他の資産／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表 7 多重回帰分析結果（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.0086 | 5.3060 | 0.0000*** |
| 投資その他の資産／資産合計 | － | -0.0150 | -6.0421 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5582 | 165.2261 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0194 | 44.9029 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0052 | -17.5875 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.7487 | | |

※ ***は0.1％水準，**は1％水準，*は5％水準，†は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための投資その他の資産／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1％の水準で有意となっている。したがって、仮説2は支持することができる。つぎに、固定資産より投資その他の資産を控除した値、つまり、有形固定資産と無形固定資産の合計値が資産合計に占める割合と業績の関係を検証する。これは、固定資産の保有およびその内訳たる投資その他の資産の保有が本業の業績を表す総資産営業利益率に負の影響を実現する傾向があるとの分析結果を踏まえ、固定資産に占める投資その他の資産の以外の資産の保有が本業の業績に如何なる影響をもたらすのか確認するためである。固定資産は有形固定資産、無形固定資産および投資その他の資産で構成されるため、固定資産を集合と捉えれば、有形固定資産、無形固定資産の合計値と投資その他の資産は集合・補集合関係にある。固定資産全体では本業

の業績に負の影響があったとしても、本業に直接使用しない投資資産を控除した資産においては、本業への貢献が確認できるはずであると考えられるからである。そこで、以下の仮説を設定する。

仮説3 固定資産より投資その他の資産を控除した値たる、有形固定資産と無形固定資産の合計値の保有比率の高い企業ほど、高い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率 (= 営業利益 / 資産合計)

x_1 = 「固定資産 - 投資その他の資産」 / 資産合計

x_2 = 売上高営業利益率 (= 営業利益 / 売上高)

x_3 = 総資産回転率 (= 売上高 / 資産合計)

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表8 基本統計量（「固定資産 - 投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「固定資産 - 投資その 他の資産」 / 資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 |

| | | | | | |
|-------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 平均値 | 4.30% | 33.39% | 5.20% | 0.9798 | 1.0904 |
| 標準偏差 | 0.0365 | 0.1598 | 0.0551 | 0.5114 | 0.6474 |
| 最小値 | -39.33% | 0.17% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 2.27% | 22.16% | 2.29% | 0.7098 | 0.6497 |
| 中央値 | 3.86% | 31.82% | 4.43% | 0.8843 | 0.9757 |
| 第3四分位 | 5.96% | 42.00% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 32.42% | 92.84% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表9 相関係数（「固定資産－投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「固定資産－投資その 他の資産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|--------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「固定資産－投資・その 他の資産」／資産合計 | -0.0349 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.7846 | 0.1163 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0184 | -0.2922 | -0.2831 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.3119 | 0.0703 | -0.2439 | 0.1087 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「固定資産－投資その他の資産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表10 多重回帰分析結果（「固定資産－投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|----------------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.0117 | 7.0457 | 0.0000*** |
| 「固定資産－投資その他の資産」／資産合計 | + | -0.0152 | -9.8975 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | + | 0.5621 | 167.3028 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | + | 0.0191 | 43.9302 | 0.0000*** |

| | | | | |
|-------------------|---|---------|----------|-----------|
| 財務レバレッジ | － | -0.0047 | -15.9975 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.7499 | | |

※ ***は0.1%水準, **は1%水準, *は5%水準, †は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「固定資産－投資その他の資産」／資産合計に係る係数については予想に反しマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、仮説3は支持することができない。

なお、この分析結果が示すのは、固定資産はその内訳に占める投資資産を控除しても、本業へ負の影響をもたらされるといった点であるが、有形固定資産および無形固定資産の双方が本業への業績に負の影響をもたらすのか、何れか一方のみ負の影響があるのかという点については、本分析においては、結論が示されていない。ただし、仮に有形固定資産および無形固定資産の何れか一方が本業の業績に正の影響をもたらしていたとしても、有形固定資産および無形固定資産の合計値でみる場合、本業の業績には負の影響が確認できたという点は結論として認識可能である。

仮説4 投資有価証券と賃貸等不動産の合計値の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率（＝営業利益／資産合計）

x_1 = 「投資有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、本稿において、本仮説以降の分析では、賃貸等不動産を本業の資産として保有する不動産業を除く企業を対象に分析する。

図表11 基本統計量（「投資有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 |
| 平均値 | 4.11% | 9.81% | 4.73% | 1.0013 | 0.9059 |
| 標準偏差 | 0.0352 | 0.0923 | 0.0513 | 0.5296 | 0.4951 |
| 最小値 | -18.68% | 0.04% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.15% | 3.87% | 2.09% | 0.7259 | 0.5324 |
| 中央値 | 3.75% | 7.20% | 4.24% | 0.8889 | 0.8213 |
| 第3四分位 | 5.89% | 12.44% | 6.69% | 1.1446 | 1.2135 |
| 最大値 | 21.30% | 80.34% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表12 相関係数（投資有価証券＋賃貸等不動産の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|----------|--------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |

| | | | | | |
|----------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 「投資有価証券+賃貸等不動産」／資産合計 | -0.0899 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8259 | 0.0432 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0751 | -0.1696 | -0.2298 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2900 | 0.0681 | -0.2512 | 0.1748 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資有価証券+賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表13 多重回帰分析結果（「投資有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|----------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | 0.0057 | 1.9521 | 0.0510 [†] |
| 「投資有価証券+賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0236 | -5.4338 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5912 | 77.4833 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0181 | 19.4985 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0055 | -6.7752 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.8024 | | |

※ ***は0.1%水準，**は1%水準，*は5%水準，[†]は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資有価証券+賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、仮説4は支持できる。

つぎに、投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値、つまり、「その他の資産」と想定される資産の保有効果についての分析を試みたい。投資資産には、純粋な投資目的の資産だけでなく、「その他」の資産が含まれている旨を投資資産の定義の検討の中で述べたが、投資その他の資産より本稿で定義した投資資産のうち中間義とした「投資有価証券+賃貸等不動産」を控除した値は明確に把握可能な「その他」の資産であると考えら

れる。もちろん厳密に考えれば、投資有価証券や賃貸等不動産の中にも「その他」の要素は含まれており、また、投資その他の資産より「その他有価証券＋賃貸等不動産」を控除した値も「その他」の資産であると考えられるが、様々な投資資産のうち、中間義と定義したものをを用いた分析により把握する対応に一定の妥当性はあるものと考えられる。

仮説5 投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値の保有比率の高い企業ほど、高い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率（＝営業利益／資産合計）

x_1 = 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値がマイナスのケースもあるが、本稿ではマイナスのケースを含める場合と、マイナスのケースを除く場合との両ケースについて考察する⁽⁹⁾。分析対象企業デー

タの基本統計量は以下のとおりである。

図表14 基本統計量（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 |
| 平均値 | 4.11% | 9.03% | 4.73% | 1.0013 | 0.9059 |
| 標準偏差 | 0.0352 | 0.1690 | 0.0513 | 0.5296 | 0.4951 |
| 最小値 | -18.68% | -91.12% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.15% | 3.43% | 2.09% | 0.7259 | 0.5324 |
| 中央値 | 3.75% | 9.41% | 4.24% | 0.8889 | 0.8213 |
| 第3四分位 | 5.89% | 16.55% | 6.69% | 1.1446 | 1.2135 |
| 最大値 | 21.30% | 75.16% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表15 相関係数（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------------|--------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 0.1045 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8259 | 0.0090 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0751 | 0.1329 | -0.2298 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2900 | -0.1167 | -0.2512 | 0.1748 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表16 多重回帰分析結果（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | 0.0000 | 0.0248 | 0.9801 |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | + | 0.0098 | 4.4290 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | + | 0.5901 | 77.1761 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | + | 0.0191 | 21.1213 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0053 | -6.5414 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.8014 | | |

※ ***は0.1％水準，**は1％水準，*は5％水準，†は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであり、0.1％の水準で有意となっている。したがって、仮説5は支持することができる。

つぎに、仮説5に関し、「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の値がマイナスとなるケースを除去した場合について、上記と同様の回帰モデルを利用して検証する。「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の値がマイナスとなるデータを除去した分析対象企業データの基本統計量は、以下のとおりである。

図表17 基本統計量（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 1,719 | 1,719 | 1,719 | 1,719 | 1,719 |
| 平均値 | 4.34％ | 14.48％ | 4.85％ | 1.0026 | 0.8438 |
| 標準偏差 | 0.0360 | 0.1126 | 0.0533 | 0.4460 | 0.4486 |
| 最小値 | -18.68％ | 0.02％ | -41.18％ | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.31％ | 6.94％ | 2.23％ | 0.7449 | 0.5095 |

| | | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中央値 | 4.13% | 11.44% | 4.30% | 0.9100 | 0.7768 |
| 第3四分位 | 6.23% | 18.76% | 6.81% | 1.1485 | 1.1273 |
| 最大値 | 21.30% | 75.16% | 42.52% | 3.9148 | 2.8181 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表18 相関係数（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------------|--------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 0.0258 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8334 | -0.0120 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0900 | 0.2115 | -0.2192 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2623 | 0.1530 | -0.2713 | 0.2853 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表19 多重回帰分析結果（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | 0.0021 | 0.6281 | 0.5299 |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | + | 0.0011 | 0.3096 | 0.7568 |
| 売上高営業利益率 | + | 0.5884 | 73.2210 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | + | 0.0250 | 20.6817 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0065 | -6.5910 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.8150 | | |

※ *** は0.1%水準、** は1%水準、* は5%水準、† は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであるが、有意な水準となっていない。

したがって、「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」がプラスとなるケースに限定して分析した場合、仮説5は支持することができない。

なお、仮説5の検証結果が示すのは、「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の値がマイナスとなるケースを除去しない場合、投資その他の資産はその内訳に占める投資有価証券および賃貸等不動産を控除すれば、本業へ正の影響がもたらす可能性があるといった点である。

ただし、本来投資その他の資産に包含されると考えられる投資有価証券と賃貸等不動産の合計値が、投資その他の資産の値を超えているケースがあるといった点については、その実態を把握し、いかなるケースにおいてそうした事象が確認されるのか、別途検証する必要があると考えられる。

仮説6 その他有価証券と賃貸等不動産の合計値の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率（＝営業利益／資産合計）

x_1 = 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、仮説6の分析において使用するその他有価証券と賃貸等不動産はともに簿価であるが、その他有価証券は時価が貸借対照表計上額とされているのに対し、賃貸等不動産は取得原価が簿価とされている。

図表20 基本統計量（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 4.11% | 10.03% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.0352 | 0.0949 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -18.68% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.15% | 3.58% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |
| 中央値 | 3.76% | 7.27% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 5.89% | 13.42% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 21.30% | 79.87% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表21 相関係数（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|----------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |

| | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計 | -0.0481 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8252 | 0.0943 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0755 | -0.1909 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2890 | -0.0259 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表22 多重回帰分析結果（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | 0.0057 | 1.9599 | 0.0501 [†] |
| 「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0241 | -5.7364 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5918 | 77.3910 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0182 | 19.5670 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0059 | -7.2564 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.8020 | | |

※ ***は0.1%水準，**は1%水準，*は5%水準，[†]は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、仮説6は支持することができる。

なお、先にも述べたように、仮説6の分析において使用するその他有価証券と賃貸等不動産はともに簿価であるが、その他有価証券と賃貸等不動産はともに取得原価と時価の把握が可能である。そのため、それぞれを取得原価と時価に置き換えて再度、仮説6を分析すれば、投資資産の評価において取得原価と時価の何れが妥当であるのかを検討する一助になるものと考えられる。

ただし、その他有価証券と賃貸等不動産はそれらの合計値が総資産に占める

割合が、簿価、時価、取得原価それぞれの場合で異なるため、それぞれの平均の差に有意差があるか否かを確認しておく必要があるものと考えられる。

検定の結果は下記図表の通りであり、その他有価証券と賃貸等不動産の合計値が総資産に占める割合について、簿価と時価、簿価と取得原価、時価と取得原価それぞれで比較した場合、有意な差があると確認できる。

図表23 平均の差検定

| 簿価と時価の場合 | | |
|-------------------|--------|--------|
| f 検定による p 値 | 0.0000 | 不等分散 |
| ウェルチの t 検定による p 値 | 0.0000 | 有意差がある |

| 簿価と取得原価の場合 | | |
|-------------------|--------|--------|
| f 検定による p 値 | 0.0002 | 不等分散 |
| ウェルチの t 検定による p 値 | 0.0000 | 有意差がある |

| 時価と取得原価の場合 | | |
|-------------------|--------|--------|
| f 検定による p 値 | 0.0002 | 不等分散 |
| ウェルチの t 検定による p 値 | 0.0000 | 有意差がある |

その他有価証券と賃貸等不動産をともに取得原価として分析した場合について、分析対象企業データの基本統計量を示せば、以下のとおりである。

図表24 基本統計量（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 4.11% | 8.38% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.0352 | 0.0875 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -18.68% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.15% | 2.63% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |

| | | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中央値 | 3.76% | 5.43% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 5.89% | 11.11% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 21.30% | 80.07% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表25 相関係数（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | -0.0492 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8252 | 0.0916 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0755 | -0.1721 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2890 | 0.0168 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表26 多重回帰分析結果（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | 0.0054 | 1.8466 | 0.0649 [†] |
| 「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0261 | -5.8123 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5919 | 77.4136 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0183 | 19.8016 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0057 | -7.0738 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.8021 | | |

※ *** は0.1%水準、** は1%水準、* は5%水準、[†] は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券+賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、その他有価証券と賃貸等不動産をともに取得原価として分析した場合も、仮説6は支持することができる。

つぎに、その他有価証券と賃貸等不動産をともに時価として分析した場合について、分析対象企業データの基本統計量を示せば、以下のとおりである。

図表27 基本統計量（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 4.11% | 12.12% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.0352 | 0.1428 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -18.68% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.15% | 3.67% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |
| 中央値 | 3.76% | 7.59% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 5.89% | 15.84% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 21.30% | 118.82% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表28 相関係数（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|--------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | -0.0596 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.8252 | 0.0740 | 1.0000 | | |

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 総資産回転率 | 0.0755 | -0.1887 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.2890 | -0.0081 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表29 多重回帰分析結果（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | 0.0051 | 1.7401 | 0.0819 [†] |
| 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0160 | -5.5992 | 0.0000*** |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 0.5914 | 77.3265 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0183 | 19.8115 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0058 | -7.1214 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.8019 | | |

※ ***は0.1%水準、**は1%水準、*は5%水準、[†]は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、その他有価証券と賃貸等不動産をともに時価として分析した場合も、仮説6は支持することができる。

なお、その他有価証券と賃貸等不動産の合計値が総資産に占める割合について、簿価と時価、簿価と取得原価、時価と取得原価それぞれで比較した場合、有意な差があるという事実がありながら、取得原価、時価、簿価の何れを用いても仮説6が支持されている点は留意すべきであろう。

4. 投資資産保有と企業の最終業績

4-1. わが国における投資資産保有企業の最終業績

つぎに、被説明変数を総資産営業利益率より自己資本利益率に置き換えて、以下の仮説を検証する。なお、自己資本利益率を算出するための利益は、企業の最終業績を意味する当期純利益を用いる。また、その他の指標については、前節での定義と同様とする。

仮説7 固定資産の保有比率の高い企業ほど、低い自己資本利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率（＝当期純利益／資本合計）

x_1 = 固定資産／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

なお、外れ値の扱いについても前節と同様の認識に基づき取り扱うこととし、以下、本節での分析において同様とする。具体的には分析対象データの数

値を原則そのまま使用し、基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表30 基本統計量（固定資産の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 固定資産／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|-----------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 12,848 | 12,848 | 12,848 | 12,848 | 12,848 |
| 平均値 | -0.88% | 46.25% | 5.20% | 0.9797 | 1.0905 |
| 標準偏差 | 3.1386 | 0.1633 | 0.0551 | 0.5113 | 0.6473 |
| 最小値 | -34620.00% | 4.18% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 1.66% | 35.13% | 2.29% | 0.7098 | 0.6498 |
| 中央値 | 4.53% | 45.46% | 4.43% | 0.8842 | 0.9759 |
| 第3四分位 | 7.62% | 55.52% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 4474.60% | 98.99% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表31 相関係数（固定資産の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 固定資産／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|-----------|-------------|-----------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 固定資産／資産合計 | 0.0183 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.0302 | 0.0924 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | -0.0125 | -0.2834 | -0.2829 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1164 | 0.0330 | -0.2440 | 0.1086 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を固定資産／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表32 多重回帰分析結果（固定資産の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-------------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.3772 | 1.2196 | 0.2226 |
| 固定資産／資産合計 | － | 0.5307 | 2.0368 | 0.0416* |
| 売上高営業利益率 | ＋ | -0.2586 | -0.4525 | 0.6508 |
| 総資産回転率 | ＋ | -0.0165 | -0.2193 | 0.8263 |
| 財務レバレッジ | － | -0.7082 | -13.9638 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.0149 | | |

※ ***は0.1%水準, **は1%水準, *は5%水準, †は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための固定資産／資産合計に係る係数については予想に反しプラスであり、5%の水準で有意となっている。したがって、仮説7は支持することができない。また、補正 R²が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。

仮説8 投資その他の資産の保有比率の高い企業ほど、低い自己資本利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率（＝当期純利益／資本合計）

x_1 = 投資その他の資産／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表33 基本統計量（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 投資その他の資産／ 資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|-------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 |
| 平均値 | -0.88% | 12.86% | 5.20% | 0.9798 | 1.0904 |
| 標準偏差 | 3.1393 | 0.0715 | 0.0551 | 0.5114 | 0.6474 |
| 最小値 | -34620.00% | 0.08% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 1.66% | 7.90% | 2.29% | 0.7098 | 0.6497 |
| 中央値 | 4.53% | 11.46% | 4.43% | 0.8843 | 0.9757 |
| 第3四分位 | 7.62% | 16.30% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 4474.60% | 60.02% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表34 相関係数（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 投資その他の資産 ／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|-------------------|-------------|-------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 投資その他の資産 ／資産合計 | 0.0016 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.0302 | -0.0484 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | -0.0125 | 0.0058 | -0.2831 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1165 | -0.0820 | -0.2439 | 0.1087 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を投資その他の資産／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表35 多重回帰分析結果（投資その他の資産の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.7929 | 2.8609 | 0.0042 |
| 投資その他の資産／資産合計 | － | -0.3527 | -0.8355 | 0.4034 |
| 売上高営業利益率 | ＋ | -0.3089 | -0.5378 | 0.5906 |
| 総資産回転率 | ＋ | -0.0667 | -0.9038 | 0.3660 |
| 財務レバレッジ | － | -0.7081 | -13.9005 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.0147 | | |

※ *** は0.1％水準，** は1％水準，* は5％水準，† は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための投資その他の資産／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであるものの、有意な水準ではない。したがって、仮説8は支持することができない。

つぎに、固定資産より投資その他の資産を控除した値、つまり、有形固定資産と無形固定資産の合計値が資産合計に占める割合と業績の関係を検証する。これは、固定資産に占める投資その他の資産の以外の資産の保有が企業の最終業績に如何なる影響をもたらすのか確認するためである。固定資産は有形固定資産、無形固定資産および投資その他の資産で構成されるため、固定資産を集合と捉えれば、有形固定資産、無形固定資産の合計値と投資その他の資産は集合・補集合関係にある。

そこで、以下の仮説を設定する。

仮説9 固定資産より投資その他の資産を控除した値たる、有形固定資産と無形固定資産の合計値の保有比率の高い企業ほど、高い自己資本利

益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率（＝当期純利益／資本合計）

x_1 = 「固定資産－投資その他の資産」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表36 基本統計量（「固定資産－投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「固定資産－投資その 他の資産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 | 12,842 |
| 平均値 | -0.88% | 33.39% | 5.20% | 0.9798 | 1.0904 |
| 標準偏差 | 3.1393 | 0.1598 | 0.0551 | 0.5114 | 0.6474 |
| 最小値 | -34,620.00% | 0.17% | -64.52% | 0.0460 | 0.0633 |
| 第1四分位 | 1.66% | 22.16% | 2.29% | 0.7098 | 0.6497 |
| 中央値 | 4.53% | 31.82% | 4.43% | 0.8843 | 0.9757 |
| 第3四分位 | 7.62% | 42.00% | 7.10% | 1.1219 | 1.4035 |
| 最大値 | 4,474.60% | 92.84% | 45.01% | 8.1349 | 7.3394 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表37 相関係数（「固定資産－投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「固定資産－投資その 他の資産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|-------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「固定資産－投資・その 他の資産」／資産合計 | 0.0180 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.0302 | 0.1163 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | -0.0125 | -0.2922 | -0.2831 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1165 | 0.0703 | -0.2439 | 0.1087 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「固定資産－投資その他の資産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表38 多重回帰分析結果（「固定資産－投資その他の資産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|----------------------|------|---------|----------|-----------|
| 切片 | | 0.4334 | 1.5312 | 0.1257 |
| 「固定資産－投資その他の資産」／資産合計 | + | 0.6751 | 2.5703 | 0.0101* |
| 売上高営業利益率 | + | -0.3462 | -0.6046 | 0.5453 |
| 総資産回転率 | + | -0.0231 | -0.3128 | 0.7543 |
| 財務レバレッジ | - | -0.7175 | -14.0806 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.0151 | | |

※ ***は0.1%水準、**は1%水準、*は5%水準、†は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「固定資産－投資その他の資産」／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、仮説9は支持できるが、補正 R^2 が低く、回帰モデルの説

明力については十分でない点が指摘される。

なお、この分析結果が示すのは、固定資産はその内訳に占める投資資産を控除した場合に、企業の最終業績へ正の影響をもたらされるといった点であるが、有形固定資産および無形固定資産の双方が企業の最終業績に正の影響をもたらすのか、何れか一方のみ正の影響があるのかという点については、本分析においては、結論が示されていない。ただし、仮に有形固定資産および無形固定資産の何れか一方が企業の最終業績に正の影響をもたらしていたとしても、有形固定資産および無形固定資産の合計値でみる場合、企業の最終業績には正の影響が確認できたという点は結論として認識可能である。

仮説10 投資有価証券と賃貸等不動産の合計値の保有比率の高い企業ほど、低い自己資本利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率（＝当期純利益／資本合計）

x_1 = 「投資有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。なお、本稿において、本仮説以降の分析では、賃貸等不動産を本業の資産として保有する不動産業を除く企業を対象に分析する。

図表39 基本統計量（「投資有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「投資有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 |
| 平均値 | 3.57% | 9.81% | 4.73% | 1.0013 | 0.9059 |
| 標準偏差 | 0.1625 | 0.0923 | 0.0513 | 0.5296 | 0.4951 |
| 最小値 | -437.42% | 0.04% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.11% | 3.87% | 2.09% | 0.7259 | 0.5324 |
| 中央値 | 4.96% | 7.20% | 4.24% | 0.8889 | 0.8213 |
| 第3四分位 | 8.01% | 12.44% | 6.69% | 1.1446 | 1.2135 |
| 最大値 | 52.82% | 80.34% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表40 相関係数（投資有価証券＋賃貸等不動産の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「投資有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------------------------|-------------|--------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「投資有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | -0.0206 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3462 | 0.0432 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0630 | -0.1696 | -0.2298 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1659 | 0.0681 | -0.2512 | 0.1748 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計としたと

きの結果は、以下にまとめられている。

図表41 多重回帰分析結果（「投資有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|----------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | -0.0288 | -1.0277 | 0.3041 |
| 「投資有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0426 | -1.0339 | 0.3012 |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 1.1109 | 15.3558 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0325 | 3.6872 | 0.0002*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0432 | -5.5812 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.1650 | | |

※ *** は0.1％水準，** は 1％水準，* は 5％水準，† は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであるが、有意な水準となっていない。また、補正 R² が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。したがって、仮説10は支持することができない。

つぎに、投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値、つまり、「その他の資産」と想定される資産の保有効果についての分析を試みたい。投資資産には、純粋な投資目的の資産だけでなく、「その他」の資産が含まれている旨を投資資産の定義の検討の中で述べたが、投資その他の資産より本稿で定義した投資資産のうち中間義とした「投資有価証券＋賃貸等不動産」を控除した値は明確に把握可能な「その他」の資産であると考えられる。もちろん厳密に考えれば、投資有価証券や賃貸等不動産の中にも「その他」の要素は含まれており、また、投資その他の資産より「投資有価証券＋賃貸等不動産」を控除した値も「その他」の資産であると考えられるが、様々な投資資産のうち、中間義と定義したものをを用いた分析により把握する対応に一定の妥当性はあるものと考えられる。

仮説11 投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値の保有比率の高い企業ほど、高い自己資本利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率 (= 当期純利益 / 資本合計)

x_1 = 「投資その他の資産 - (投資有価証券 + 賃貸等不動産)」 / 資産合計

x_2 = 売上高営業利益率 (= 営業利益 / 売上高)

x_3 = 総資産回転率 (= 売上高 / 資産合計)

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値がマイナスのケースもあるが、本稿ではマイナスのケースを含める場合と、マイナスのケースを除く場合との両ケースについて考察する⁽¹⁰⁾。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

図表42 基本統計量（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 自己資本 利利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証 券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|--------------|-------------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 | 2,098 |
| 平均値 | 3.57% | 9.03% | 4.73% | 1.0013 | 0.9059 |
| 標準偏差 | 0.1625 | 0.1690 | 0.0513 | 0.5296 | 0.4951 |
| 最小値 | -437.42% | -91.12% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.11% | 3.43% | 2.09% | 0.7259 | 0.5324 |
| 中央値 | 4.96% | 9.41% | 4.24% | 0.8889 | 0.8213 |
| 第3四分位 | 8.01% | 16.55% | 6.69% | 1.1446 | 1.2135 |
| 最大値 | 52.82% | 75.16% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表43 相関係数（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 自己資 本利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証 券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|-------------------------------------|-------------|-------------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「投資その他の資産－（投資有価証 券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 0.0761 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3462 | 0.0090 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0630 | 0.1329 | -0.2298 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1659 | -0.1167 | -0.2512 | 0.1748 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表44 多重回帰分析結果（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績〈マイナス未除去〉）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | -0.0437 | -1.6114 | 0.1072 |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | ＋ | 0.0513 | 2.4399 | 0.0147* |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 1.1085 | 15.3450 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0330 | 3.8740 | 0.0001*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0414 | -5.3337 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.1670 | | |

※ *** は0.1％水準，** は1％水準，* は5％水準，† は10％水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであり、5％の水準で有意となっている。したがって、仮説11は支持することができるが、補正 R²が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。

つぎに、仮説11に関し、「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の値がマイナスとなるケースを除去した場合について、上記と同様の回帰モデルを利用して検証する。「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の値がマイナスとなるデータを除去した分析対象企業データの基本統計量は、以下のとおりである。

図表45 基本統計量（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 1,719 | 1,719 | 1,719 | 1,719 | 1,719 |
| 平均値 | 3.83% | 14.48% | 4.85% | 1.0026 | 0.8438 |
| 標準偏差 | 0.1577 | 0.1126 | 0.0533 | 0.4460 | 0.4486 |

| | | | | | |
|-------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 最小値 | -437.42% | 0.02% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.20% | 6.94% | 2.23% | 0.7449 | 0.5095 |
| 中央値 | 5.07% | 11.44% | 4.30% | 0.9100 | 0.7768 |
| 第3四分位 | 8.19% | 18.76% | 6.81% | 1.1485 | 1.1273 |
| 最大値 | 41.77% | 75.16% | 42.52% | 3.9148 | 2.8181 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表46 相関係数（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 総資産 営業利益率 | 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------------|--------------|---------------------------------|--------------|------------|-------------|
| 総資産営業利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | 0.0882 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3497 | -0.0120 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0837 | 0.2115 | -0.2192 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1669 | 0.1530 | -0.2713 | 0.2853 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表47 多重回帰分析結果（「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|---------------------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | -0.0536 | -1.7335 | 0.0831 [†] |
| 「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計 | + | 0.0953 | 2.8345 | 0.0046** |
| 売上高営業利益率 | + | 1.0206 | 13.7942 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | + | 0.0500 | 4.4905 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | - | -0.0502 | -5.4563 | 0.0000*** |

| | |
|----------|--------|
| 補正 R^2 | 0.1798 |
|----------|--------|

※ *** は0.1%水準, ** は1%水準, * は5%水準, † は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであり、1%の水準で有意となっている。

したがって、「投資その他の資産－（投資有価証券＋賃貸等不動産）」がプラスとなるケースに限定して分析した場合およびマイナスとなるケースも含めて分析した場合、何れの場合も仮説11は支持することができるが、補正 R^2 が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。

なお、仮説11の検証結果が示すのは、投資その他の資産はその内訳に占める投資有価証券および賃貸等不動産を控除すれば、企業の最終業績へ正の影響をもたらされるといった点である。そのため、本稿で広義の投資資産と定義した投資その他の資産の内、「その他」的要素の資産の保有は、明確な投資目的として保有されたものではなくても、企業の最終業績に正の影響をもたらすものと考えられる。

仮説12 その他有価証券と賃貸等不動産の合計値の保有比率の高い企業ほど、低い自己資本利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + e$$

ここで、

y = 自己資本利益率（＝当期純利益／資本合計）

x_1 = 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率 (= 売上高／資産合計)

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計／資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、仮説12の分析において使用するその他有価証券と賃貸等不動産はともに簿価であるが、その他有価証券は時価が貸借対照表計上額とされているのに対し、賃貸等不動産は取得原価が簿価とされている。

図表48 基本統計量（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 3.55% | 10.03% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.1627 | 0.0949 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -437.42% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.10% | 3.58% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |
| 中央値 | 4.95% | 7.27% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 7.99% | 13.42% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 52.82% | 79.87% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表49 相関係数（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | -0.0114 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3463 | 0.0943 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0631 | -0.1909 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1667 | -0.0259 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表50 多重回帰分析結果（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | -0.0261 | -0.9321 | 0.3513 |
| 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計 | - | -0.0639 | -1.5992 | 0.1099 |
| 売上高営業利益率 | + | 1.1161 | 15.3874 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | + | 0.0326 | 3.69160 | 0.0002*** |
| 財務レバレッジ | - | -0.0442 | -5.7188 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.1657 | | |

※ ***は0.1%水準、**は1%水準、*は5%水準、†は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであるが、有意な水準とはなっていない。また、補正 R^2 が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。したがって、仮説12は支持することができない。

なお、先にも述べたように、仮説12の分析において使用するその他有価証券と賃貸等不動産はともに簿価であるが、その他有価証券と賃貸等不動産はとも

に取得原価と時価の把握が可能である。そのため、それぞれを取得原価と時価に置き換えて再度、仮説12を分析すれば、投資資産の評価において取得原価と時価の何れが妥当であるのかを検討する一助になるものと考えられる。

ただし、その他有価証券と賃貸等不動産はそれらの合計値が総資産に占める割合が、簿価、時価、取得原価それぞれの場合で異なるため、それぞれの平均の差に有意差があるか否かを確認しておく必要があるものと考えられるが、簿価と時価、簿価と取得原価、時価と取得原価それぞれで比較した場合、有意な差があると確認できる点については既に示したとおりである。

その他有価証券と賃貸等不動産をともに取得原価として分析した場合について、分析対象企業データの基本統計量を示せば、以下のとおりである。

図表51 基本統計量（「その他有価証券+賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券+賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 3.55% | 8.38% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.1627 | 0.0875 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -437.42% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.10% | 2.63% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |
| 中央値 | 4.95% | 5.43% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 7.99% | 11.11% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 52.82% | 80.07% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表52 相関係数（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「その他有価証券＋賃貸 等不動産」／資産合計 | -0.0199 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3463 | 0.0916 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0631 | -0.1721 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1667 | 0.0168 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表53 多重回帰分析結果（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|---------------------|
| 切片 | | -0.0256 | -0.9211 | 0.3570 |
| 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0783 | -1.8395 | 0.0659 [†] |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 1.1169 | 15.4018 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0325 | 3.6989 | 0.0002*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0438 | -5.6663 | 0.0000*** |
| 補正 R^2 | | 0.1660 | | |

※ *** は0.1%水準，** は1%水準，* は5%水準，[†]は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、10%の水準で有意となっている。したがって、その他有価証券と賃貸等不動産をともに取得原価として分析した場合は、仮説12は支持することができるが、補正 R^2 が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。

つぎに、その他有価証券と賃貸等不動産をともに時価として分析した場合に

について、分析対象企業データの基本統計量を示せば、以下のとおりである。

図表54 基本統計量（「その他有価証券＋貸貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券＋貸貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|--------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 企業データ数 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 平均値 | 3.55% | 12.12% | 4.73% | 1.0016 | 0.9053 |
| 標準偏差 | 0.1627 | 0.1428 | 0.0513 | 0.5304 | 0.4954 |
| 最小値 | -437.42% | 0.00% | -41.18% | 0.0529 | 0.0733 |
| 第1四分位 | 2.10% | 3.67% | 2.08% | 0.7257 | 0.5323 |
| 中央値 | 4.95% | 7.59% | 4.24% | 0.8896 | 0.8190 |
| 第3四分位 | 7.99% | 15.84% | 6.69% | 1.1448 | 1.2111 |
| 最大値 | 52.82% | 118.82% | 42.52% | 5.7322 | 3.1993 |

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表55 相関係数（「その他有価証券＋貸貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 自己資本 利益率 | 「その他有価証券＋貸貸 等不動産」／資産合計 | 売上高 営業利益率 | 総資産 回転率 | 財務 レバレッジ |
|---------------------------|-------------|---------------------------|--------------|------------|-------------|
| 自己資本利益率 | 1.0000 | | | | |
| 「その他有価証券＋貸貸 等不動産」／資産合計 | -0.0045 | 1.0000 | | | |
| 売上高営業利益率 | 0.3463 | 0.0740 | 1.0000 | | |
| 総資産回転率 | 0.0631 | -0.1887 | -0.2299 | 1.0000 | |
| 財務レバレッジ | -0.1667 | -0.0081 | -0.2500 | 0.1747 | 1.0000 |

多重回帰分析で、 x_1 を「その他有価証券＋貸貸等不動産」／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表56 多重回帰分析結果（「その他有価証券＋賃貸等不動産」の保有と企業の業績）

| | 予想符号 | 係数 | t 値 | P 値 |
|-----------------------|------|---------|---------|-----------|
| 切片 | | -0.0334 | -1.2015 | 0.2296 |
| 「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計 | － | -0.0190 | -0.7020 | 0.4827 |
| 売上高営業利益率 | ＋ | 1.1129 | 15.3417 | 0.0000*** |
| 総資産回転率 | ＋ | 0.0346 | 3.9408 | 0.0000*** |
| 財務レバレッジ | － | -0.0440 | -5.6832 | 0.0000*** |
| 補正 R ² | | 0.1649 | | |

※ ***は0.1%水準、**は1%水準、*は5%水準、†は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための「その他有価証券＋賃貸等不動産」／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであるが、有意な水準となっていない。また、補正 R²が低く、回帰モデルの説明力については十分でない点が指摘される。したがって、その他有価証券と賃貸等不動産をとともに時価として分析した場合は、仮説12は支持することができない。

なお、自己資本利益率を被説明変数とした分析では、補正 R²がいずれも低い値であるため、この分析結果のみをもって、分析結果の解釈が可能か否かといった点については、議論があろう。また、その他有価証券と賃貸等不動産の合計値が総資産に占める割合について、簿価と時価、簿価と取得原価、時価と取得原価それぞれで比較した場合、それぞれ異なる結果が確認できた点は留意すべきであろう。

5. おわりに

本稿では、投資資産の実態を多角的視点で捉えるとともにその定義を試み、企業が保有する投資資産と企業業績の関係を実証的に分析することにより、投資資産の保有の効果について一定の知見の獲得と今後の分析を行うための考察を行った。

先行研究において投資資産は、事業本来の目的で保有される資産ではなく「外部投資」であると指摘されており、また、戦前期は投資資産として独立して分類されていたものが、戦後、投資形態により分類されるようになり、固定資産に含められるようになったことを確認した。さらに、投資資産は短期的利殖よりもむしろ長期的な視点での事業への貢献を企図して保有される資産であると認識されるが、何をもって会計上の投資資産となすかといった定義をすることは、困難であるといった指摘をも確認した。したがって、先行研究より導かれる投資資産の定義においては、明確に分類することが難しく「その他の資産」的な要素をも多分に包含したものが投資資産と定義されることになるものと考えられ、その多くの部分が、投資目的の有価証券や不動産等により構成されるものであることが確認されている。

また、本稿では投資資産を最広義、広義、中間義、狭義の4段階に分類し、それぞれの投資資産の保有が本業の業績および企業の最終業績にもたらす影響を実証的に分析した。その結果、何れの分類においても本業の業績には負の影響をもたらす可能性のあることが明らかとなった。一方、企業の最終業績との関係においては、各段階の投資資産において異なる結果が確認された。さらに、投資その他の資産より本稿で定義した投資資産のうち中間義とした「投資有価証券+賃貸等不動産」を控除した値は明確に把握可能な「その他」の資産であるが、その保有は企業の本業の業績に正の影響をもたらす可能性のあることが明らかとなり、企業の最終業績との関係においても同様に正の影響をもたらす可能性のあることが明らかとなった。また、本業への影響を分析するに先立ち、その他有価証券と賃貸等不動産の合計値が総資産に占める割合について、簿価、時価、取得原価それぞれで異なるか否かを確認したところ、簿価と時価、簿価と取得原価、時価と取得原価それぞれで比較した場合、有意な差があるとの結果が得られた。その上で、その他有価証券と賃貸等不動産の合計値を狭義の投資資産と定義し、それぞれの資産の簿価と簿価、時価と時価、取得原価と

取得原価に置き換え分析した。何れのケースでも仮説が支持され、投資資産の保有が本業の業績には負の影響をもたらす可能性のあることが明らかとなった。したがって、投資資産の時価開示は本業の業績への影響といった側面の検証において、取得原価と相違無いものといえる。しかしながら、時価開示による資産情報の開示は経営者の資産選択の巧拙を明らかにするといった側面を企業外部から把握可能とする局面において、重要であると考えられる。

さらに、本稿では、投資資産の実態を多角的視点で捉えるとともにその定義を試み、企業が保有する投資資産と企業業績の関係を実証的に分析することにより、投資資産の保有の効果について一定の知見の獲得と今後の分析を行うための予備的な考察を行なうことができたと考えられる。

特に、投資資産は資金の固定化という点で固定資産定と異なるところがないために固定資産に分類されているが、固定資産と投資資産とはその保有効果を考える場合、本業の利益への貢献や企業の最終業績への影響に相違が有るといった点が確認できたことは今後の研究に意味を持つものと考えられる。さらに、本業への負の影響がありながら投資資産の保有が継続される点については、投資資産の内訳による相違も含めて更なる分析等が必要になるものと考えられる。

なお、投資目的の有価証券や投資目的の不動産、更には、固定資産を構成する投資その他の資産以外の要素についても、その時価、特に時価が下落した影響等を勘案しながら企業の本業への影響を調査分析することで、企業が投資資産を中心とした資産を保有することの影響を総合的に把握できるものと考えている。また、時価が投資資産を含めた資産の評価に用いられる場合、会計と隣接する税法等の分野において如何なる整理ものに取り込まれ、実践としての企業活動とその活動を支える企業会計や税務会計等の説明理論にいかなる影響をもたらすのであろうかといった点の整理は、本稿で行なった分析の前提として必要であらう。さらに、資産の評価方法等が変更されるような会計基準の変更が企業行動にもたらす影響の分析等、投資資産の評価と保有実態が想起させる

学術的研究領域は少なくないように思われる。そうした研究への取り組みが今後の課題である。

- 注(1) この点に関して、佐藤 [1953] (294頁) においては以下のように述べられており、過去の知識に固執する危険を指摘している。「蓋し経済界が益々複雑となればなる程、会計学の知識も愈々重要視されるが、諸君も知られる通り、経済界は実に目まぐるしい程の発展をなし、新しい問題や事柄が毎日のように発生し、法律や規則も次から次へと改正されている。従って会計学の方面では、如何に立派な書物でも、年代が古くなつては殆んど役に立たない」
- (2) 戦前の商工省臨時産業合理局「財務諸表準則」については、河野 [1986a]、河野 [1986b]、久保田 [2001]、および安藤 [2012] などに詳しく論じられている。
- (3) 戦前の商工省「財務諸表準則」ではなく、「企業会計原則」に伴って公表された財務諸表の標準様式および作成方法を定める「財務諸表準則」をいうものと推察される。なお、安藤 [2012] (92頁) においては、上野 [1950] (2-3頁) にある「準則」の記載とその表題について以下のように述べている。「表題にある「財務諸表準則」および文中の「準則」は、戦前の商工省「財務諸表準則」ではなく、「企業会計原則」に伴って公表された財務諸表の標準様式および作成方法を定める「財務諸表準則」をいう。」これは、商工省「財務諸表準則」とは異なる「財務諸表準則」の存在を示しているものと考えられる。また、田中 [1950] においては、戦前の商工省「財務諸表準則」より「企業会計原則」の「財務諸表準則」に至る推移が述べられている。
- (4) 投資資産会計ではなく、「投資会計」を用いた文献は川合 [1958] や米田 [1969] などが存在するが、本稿で企図する投資資産の定義とその会計とは乖離した内容となっている。
- (5) 『会計学大辞典』では初版の1971年から投資資産（投資または投資その他の資産の用語の解説も含む）の記載に投資不動産が明記されている。
- (6) 新井・白鳥 [1990] (11頁) においては、戦後間もない頃、昭和29年の改正企業会計原則、同財務諸表準則などにおいて、有価証券の評価益の計上が定められたことがあったが、これはその後昭和38年の改正において削られたと述べられている。
- (7) 企業データは一般財務単独決算および一般財務連結決算から抽出し連結優先で使用している。
- (8) 松本 [1949]、稲垣 [1954]、久野 [1965]、山上 [1988]、細田 [1999] などの先行研究が存在する。
- (9) なお、投資その他の資産には投資目的の有価証券や不動産が含まれるため、通常、投資その他の資産より投資有価証券と賃貸等不動産の合計値を控除した値がマイナスのケースは少ないと考えられる。しかしながら、分析対象2,098データ中、379データがマイナスであり、その内、178データが賃貸等不動産のみで投資・その他の資産を上回っている。また、投資その他の資産のデータがないため投資有価証券のみで投資その他の資産を上回るデータは5データある。
- (10) 注記(9)に同じ。

参考文献

- 新井清光・白鳥庄之助『先物・オプション取引等会計基準詳解』中央経済社、1990年。
新井清光『財務会計論』中央経済社、1998年。
安藤英義・新田忠誓・伊藤邦雄・廣本敏郎編集代表『会計学大辞典 第五版』、中央経済社、2007年。
安藤英義「商工省「財務諸表準則」(1934年)の再評価：「企業会計原則」に対する先駆性」『専修商学論集』第95号、2012年。
飯野利夫『財務会計論』同文館出版、1997年。

- 伊藤邦雄『新・現代会計入門』日本経済新聞出版社、2014年。
- 稲垣富士夫「企業数値の統計学的観察—Stephan Gilman: “What the Figures mean” について—」『経理研究』第1号、1954年。
- 上野清貴『財務会計の基礎』中央経済社、2015年。
- 上野道輔『新稿簿記原理』有斐閣、1947年。
- 上野道輔『新稿貸借対照表論 上巻』有斐閣、1949年。
- 上野道輔「企業会計制度の制定について」、上野道輔・黒澤清・岩田巖著『企業会計原則・財務諸表準則並に解説』、税務経理協会、1950年。
- 江村 稔『企業会計総論』森山書店、1979年。
- 太田哲三『会計学通論』中央経済社、1969年（1969a）。
- 太田哲三『会計学原理』同文館出版、1969年（1969b）。
- 太田哲三・佐藤孝一・番場嘉一郎監修『会計大辞典（初版）』中央経済社、1971年。
- 大日方隆「理論的検討」斎藤静樹編著『企業会計における資産評価基準』第一法規、1994年。
- 大日方隆「利益率の持続性と平均回帰」中央経済社、2013年。
- 笠井昭次「有価証券の測定に関する諸概念の整理」『三田商学研究』第40巻第1号、1997年。
- 川合安雄「投資会計に関する若干の考察」『同志社商学』第10巻第5号、1958年。
- 河野正男「商工省臨時産業合理局財務管理委員会「財務諸表準則」について（1）」『横浜経営研究』第6巻第4号、1986年（1986a）。
- 河野正男「商工省臨時産業合理局財務管理委員会「財務諸表準則」について（2）」『横浜経営研究』第7巻第2号、1986年（1986b）。
- 木村重義『新会計学全書 資産評価論』、中央経済社、1953年。
- 木村史彦「業種分類の信頼性比較—日経業種分類、東証業種分類、およびGICS業種分類の比較分析—」『現代ディスクロージャー研究』第9号、2009年。
- 久野光朗「S. Gilmanの財務諸表分析体系」『商學討究』第16巻第2号、1965年。
- 久保田音二郎『管理会計』有斐閣、1976年。
- 久保田秀樹「経理近代化の原点としての商工省「財務諸表準則」」『彦根論叢』第330号、2001年。
- 黒澤 清『財務諸表論』中央経済社、1985年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典 初版』、同文館、1955年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典 増補版』、同文館、1961年。
- 神戸大学会計学研究室編『新会計学辞典』、同文館、1966年。
- 神戸大学会計学研究室編『新会計学辞典 追補版』、同文館、1968年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典』、同文館、1976年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典（第三版 追補版）』、同文館、1978年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典（第四版）』、同文館、1984年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典（第五版）』、同文館、1997年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典（第五版 改増版）』、同文館、2001年。
- 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典（第六版）』、同文館、2007年。
- 斎藤静樹『企業会計とディスクロージャー』東京大学出版会、1999年。
- 斎藤静樹『会計基準の研究』中央経済社、2013年。
- 財務省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、2011年。
- 阪本安一他『企業会計原則詳説』、同文館、1956年。
- 桜井久勝『財務会計講義』中央経済社、2015年（2015a）。
- 桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社、2015年（2015b）。

- 佐藤孝一『現在会計学』, 中央経済社, 1952年。
- 佐藤孝一『新しい会計学』, 中央経済社, 1953年。
- 三辺金蔵『会計学大意』税務経理協会, 1949年。
- 寫村剛雄『財務諸表論精説』税務経理協会, 1993年。
- 染谷恭次郎『現代財務会計』中央経済社, 1997年。
- 高瀬莊太郎『貸借対照表論』新紀元社, 1950年。
- 武田隆二『最新財務諸表論』中央経済社, 2008年。
- 田島四郎『会計学：理論と実務』国元書房, 1983年。
- 田中藤一郎「我国に於ける財務諸表準則の推移」, 日本会計学会編『財務諸表論』森山書店, 1950年。
- 醍醐 聰『会計学講義』東京大学出版会, 2008年。
- 土田三千雄「投資資産会計論」, 片野一郎編著『体系近代会計学第四巻 資産会計論』, 中央経済社, 1961年。
- 土田三千雄「投資資産会計論」, 片野一郎編著『近代会計学大系第四巻 資産会計論』, 中央経済社, 1970年。
- 中村 謙『会計学要説』, 税務経理協会, 1965年。
- 中村 忠『新稿現代会計学』白桃書房, 2005年。
- 西野嘉一郎『経営分析の理論：標準比率の考え方』中央経済社, 1978年。
- 長谷川安兵衛『會計學』文泉堂, 1938年, 1940年。
- 番場嘉一郎編集代表『新版 会計学大辞典』, 中央経済社, 1979年。
- 番場嘉一郎編集代表『会計大辞典 第三版』, 中央経済社, 1982年。
- 番場嘉一郎『詳説企業会計原則』森山書店, 1986年。
- 番場嘉一郎編集代表『会計大辞典 第三版 増補版』, 中央経済社, 1993年。
- 土方 久「投資」, 森田哲彌, 岡本清, 中村忠編著『会計学大辞典 第四版』, 中央経済社, 1996年。
- 平松一夫『財務諸表論』東京経済情報出版, 2008年。
- 広瀬義州『財務会計』中央経済社, 2015年。
- 細田尚彦「Stephen Gilman の「企業疾病」論について」『福岡大學商學論叢』第43巻第4号, 1999年。
- 松本雅男「ギルマンの決算報告書分析」古川榮一編著『増地庸治郎博士記念論文集 第2巻 経営計理の研究』巖松堂, 1949年。
- 松本雅男, 青木茂男『最新経営分析』千倉書房, 1982年。
- 森田哲彌「会計基準の国際的動向—有価証券の時価評価をめぐる—」『財務会計の研究：飯野利夫先生喜寿記念論文集』税務経理協会, 1995年。
- 森田哲彌・岡本清・中村忠編集代表『会計学大辞典 第四版』, 中央経済社, 1996年。
- 森田哲彌『連結財務諸表制度詳解』中央経済社, 2000年。
- 森田哲彌・岡本清・中村忠編集代表『会計学大辞典 第四版 増補版』, 中央経済社, 2001年。
- 諸井勝之助『現代会計とディスクロージャー』中央経済社, 1980年。
- 山上達人『現代企業の経営分析』白桃書房, 1988年。
- 山下勝治「投資」, 神戸大学会計学研究室編『会計学辞典』, 同文館, 1955年。
- 米田已蔵「投資会計序説」『生命保険文化研究所論集』第15号, 1969年。
- 若杉 明『会計学原理』税務経理協会, 1997年。