

一般社団法人不動産流通経営協会 令和元年度研究助成報告書

研究課題：

中小不動産流通業の生産性と企業ダイナミクスに関する研究

令和3年3月18日

成城大学社会イノベーション学部 後藤康雄

# 目次

1. はじめに	2
2. データの解説	3
3. 企業規模別の分析	4
(1) 全規模ベースの比較	
(2) 4規模階層別の比較	
(3) 期間別の状況	
4. ゾンビ企業の視点	8
(1) 先行研究	
(2) 識別の基準	
(3) ゾンビ企業比率	
(4) ゾンビ企業と非ゾンビ企業の利益率格差	
5. 企業年齢	12
6. むすび	13
参考文献	15
補論：不動産業界の現状に関する統計的把握	17
(1) 企業数	
(2) 財務指標	
(3) サーベイデータ	

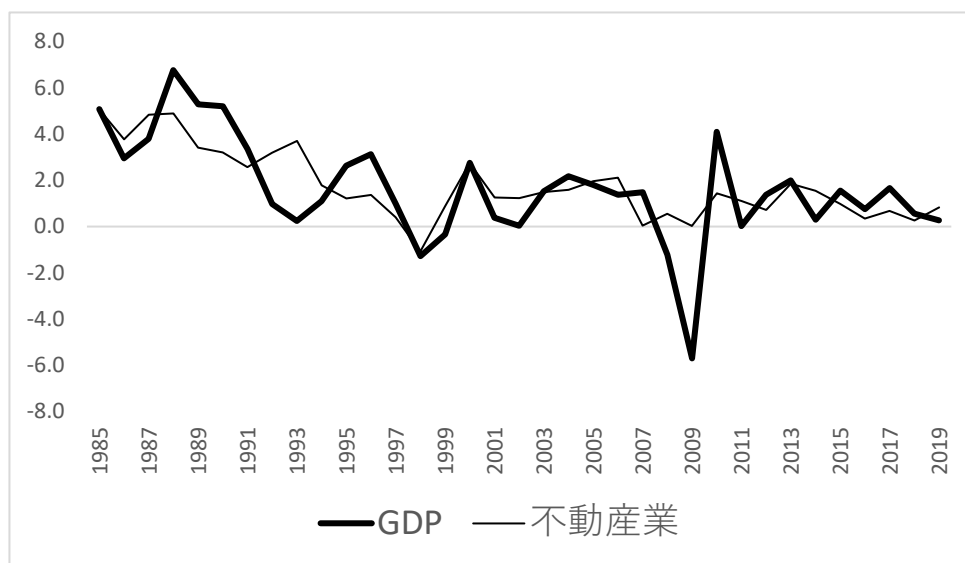
## 1. はじめに

1990年頃のバブル経済の崩壊以来、日本経済は低成長を続けている。1990年代には、不良債権問題などを中心とする、バブル崩壊による直接的な被害が甚大であったが、2000年代以降、その影響が和らいだようにみえつつも、経済の停滞から脱却し切れていない(図1)。これは、いわゆる「アベノミクス」を通じて、従来にないほど強力な景気刺激策を講じ続けてもなお変わらない。

その背景は複合的と考えられるが、もっとも大きな原因の一つは、企業部門の生産性、効率性の低下にあるとみられる。生産性の低下自体にも複雑な要因が絡んでいるが、特に近年は、企業の参入、成長、撤退からなる企業ダイナミクスの停滞による生産性への悪影響への関心が高まっている。Peek and Rosengren (2005)、Caballero, Hoshi and Kashyap (2008)、Goto and Wilbur (2019)などの多くの研究者が、過剰債務を抱え効率性の低い企業が市場にとどまり、企業部門全体の生産性を低下させている可能性があることを懸念している。過剰な債務を抱えるこうした生産性の低い企業は、一般に“ゾンビ企業”と呼ばれている。

本稿では、産業として、バブルの影響をもっとも強く受けた不動産業に焦点を当てる。不動産業もまた長期的に成長力を欠いた状況が続いている。ここでは特に中小規模の不動産企業を対象に、企業規模階層別のグループや、ゾンビ企業の視点等から、企業の経営効率の状況を統計的に確認する。わが国においてバブル経済の影響を最も受け、今もなおその影響が残る中小不動産企業の分析は、日本経済の長期停滞、ひいては世界的な低成長の背景について大きな手がかりとなる可能性がある。

図1 国内総生産の推移



出所：内閣府「国民経済計算確報」より筆者作成。

## 2. データの解説

本研究では、企業の生産性、効率性を反映する代表的な指標のひとつである利益率に着目し、不動産業の中小規模の企業の経営パフォーマンスを現実のデータに基づいて分析する。ここで用いるのは、一般社団法人 CRD 協会が管理する、膨大な数のサンプルからなる CRD データベース (credit risk database) の中小企業に関する包括的な個票データである<sup>1</sup>。CRD データは中小企業を対象としており、毎年膨大な量の財務データを収集している。データの頻度は年次で、今回の分析のサンプル期間は 1995 年から 2007 年までの 13 年間である。

1 年当たりのサンプル数は平均 63 万 5 千社で、そのうちの約 5%にあたる 2 万 9 千社が不動産業である。サンプル企業全体の統計的な概要は、表 1 の通りである。従業員数の平均は約 18 人、中央値は 6 人、売上高の平均は約 4 億 8 千万円、中央値は約 1 億 2 千万円となっており、CRD データベースが、中小企業の中でも特に小規模な階層のデータを多く含んでいることが分かる。大企業と異なり、小規模階層の財務データを多数集めるのは技術的に容易なことではなく、今回用いたデータの重要性を窺わせるものである。なお、よく知られているように、企業規模は右に歪んだ (right-skewed) 分布となっているため、中央値は平均よりも小さい傾向にある<sup>2</sup>。

表 1 サンプル企業の記述統計 (全産業ベース)

	従業員数	売上高	経常利益	設立年	サンプル数 (年平均)	サンプル 期間
単位	人	千円	千円	西暦、年		
平均	17.7	484,156	8,163	1979	635,306	1995 -2007
中央値	6	122,000	600	1982		
25%分位	3	51,800	-1,120	1969		
75%分位	14	323,000	4,250	1991		

注：設立年は、正確には設立年そのものではなく、5 年ごとの区分で回答された企業年齢と調査年の差として計算した値に基づく。

出所：筆者作成

<sup>1</sup> CRD 協会は、中小企業の資金調達の円滑化等の観点から、中小企業庁の主導により 2005 年に設立された (設立の詳細は Maehara (2013) を参照)。同協会は、(i) 信用保証会社、(ii) 政府系金融機関、(iii) 地方銀行などの民間金融機関から、中小企業の財務データを収集し、それらに基づく信用リスク測定モデルを用いて、メンバーに各種情報やレポート等を還元している。本研究における統計分析の基礎は、筆者が同協会の非常勤研究員として行ったものである。貴重なデータを用いて研究する機会を与えて頂いた同協会に深く感謝する次第である。

<sup>2</sup> 企業規模分布の研究に関するまとまった文献として、青山他 (2007) がある。

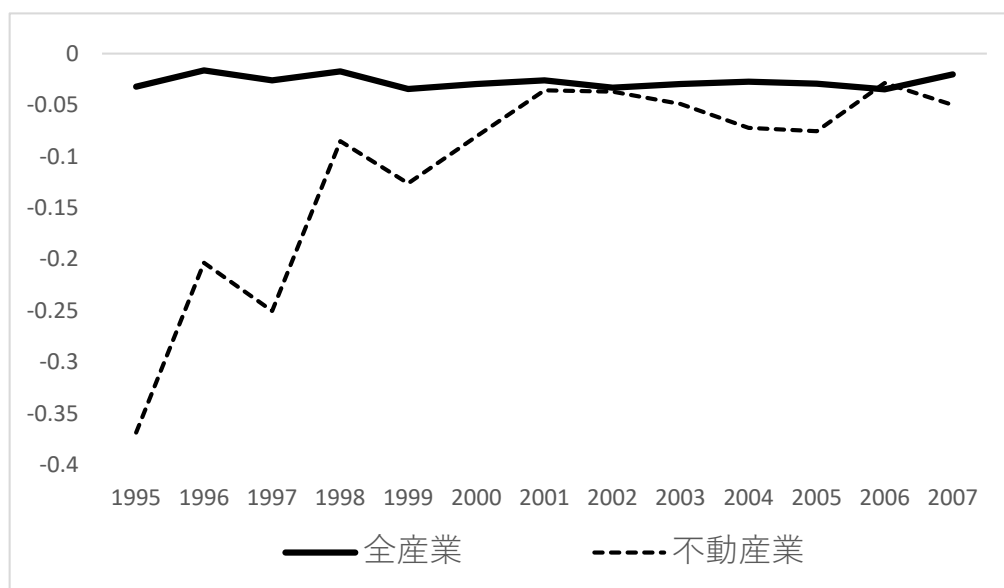
### 3. 企業規模別の分析

企業の経営効率性を捉える指標として、以下では、経常利益を売上高で割って計算した「利益率」を用いる。なお、CRD データは信頼できるデータであるが、若干の極端な外れ値も存在するため、利益率の最大、最小それぞれ 0.01%を除いたものを、分析のサンプルとした。

#### (1) 全規模ベースの比較

全産業、不動産業界のそれぞれについて利益率の平均（企業規模は全規模）を求め、両者を比較すると、バブル崩壊の影響をもっとも強く受けた業種である不動産業が、1990 年代後半に非常に低い水準だったのがまず大きな特徴として挙げられる（図 2）。変化という観点からは、不良債権処理の進展等に伴い、不動産業の利益率は急激な改善傾向をみせたが、2000 年代に入るとトレンドは屈折し、その後は横這い圏内で推移している。不動産業界の利益率は、サンプル期間を通じてほぼ一貫して全産業平均を下回っており、それは 2000 年代以降についても同様である。

図 2 利益率の推移：全規模ベース



出所：筆者作成

#### (2) 4 規模階層別の比較

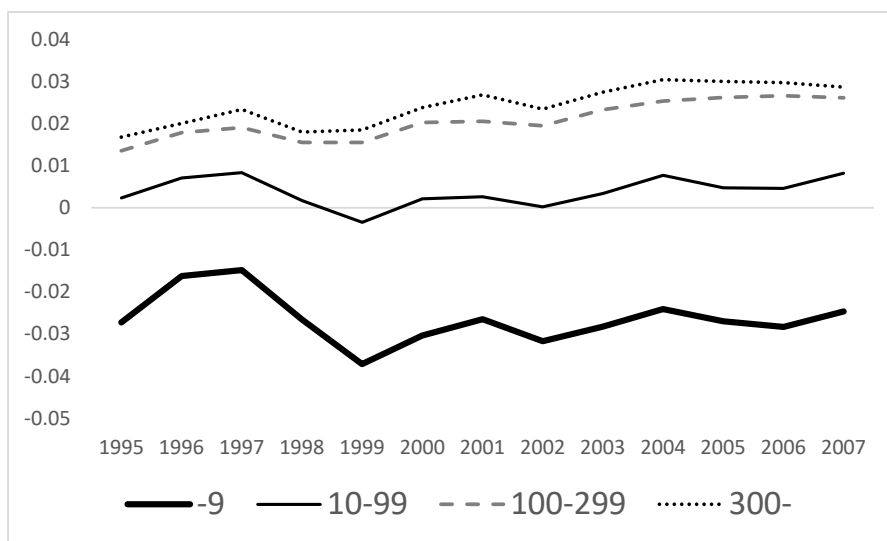
次に、企業規模を 4 つの階層に区分し、それぞれについて同様の比較を行うこととする。本稿で用いるデータはもともと基本的に中小企業のみを対象としたものである。ここでは、中小企業をさらに規模ごとに細分化する、ということである。

規模をとらえる基準は従業者数とし、各階層の区分は以下の通りとする<sup>3</sup>。結果は図3の通りである。

- ・第1階層・・・9人以下
- ・第2階層・・・10～99人
- ・第3階層・・・100～299人
- ・第4階層・・・300人以上

企業規模別の全産業の利益率は、それぞれ平行に変動しつつ、規模が小さいほど利益率が低い、という明確な傾向が見られる。サンプル期間の全体を通じて、規模階層が下がるごとに、恒常的に利益率は低くなっている。100～299人階層と300人以上階層との違いは比較的小さいが、10～99人階層は、その上の階層に比べ大きく下がる。さらに9人以下の階層は一段と低下する。

図3 企業規模別にみた利益率の推移：全産業ベース

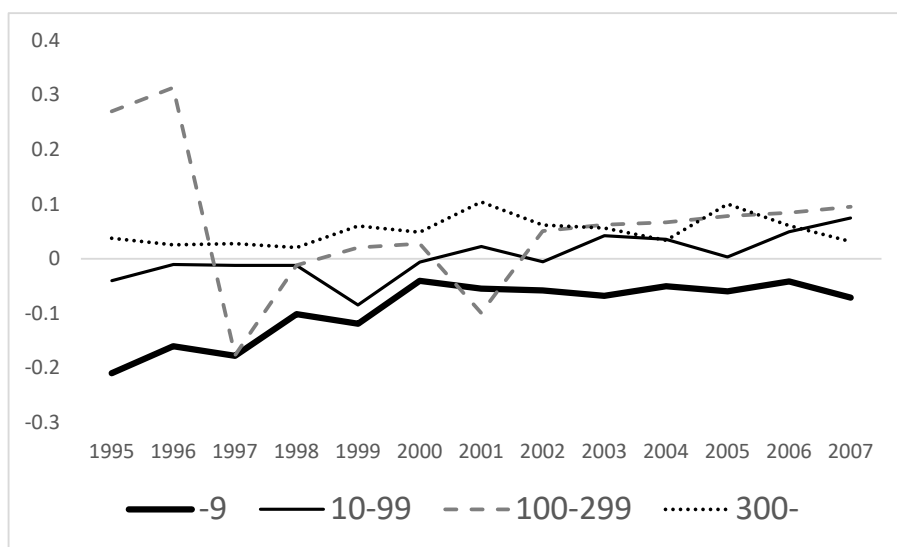


出所：筆者作成

図4は、同様の計算を不動産業界について行ったものである。100～299人階層が攪乱的に大きく上下しているが、総じてみれば各階層の相対的な関係はほぼ同様である。ただし、ここで注意が必要なのは縦軸のスケールである。全産業に比べ、各階層の利益率の格差は非常に大きいことが見て取れる。つまり、もっとも利益率が低い9人以下クラスは、他の階層に比べて著しく低位で推移しているということである。

<sup>3</sup> 企業規模の基準は従業員数の他にも資本金、売上高などがある。また、そもそも「中小企業」の定義についても様々な議論がある。これらの整理については後藤（2014）を参照されたい。

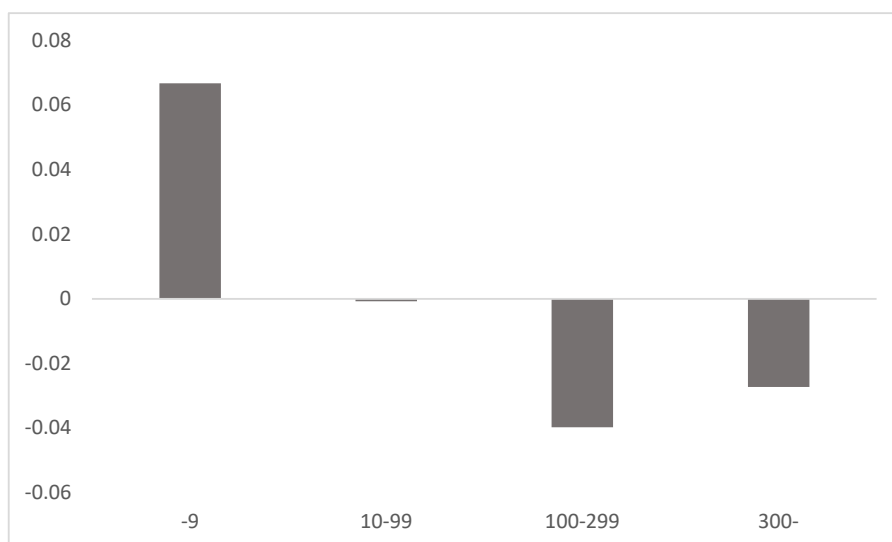
図4 企業規模別にみた利益率の推移：不動産業



出所：筆者作成

先の図2において、不動産業界の利益率は、全産業平均よりも恒常的に低いことを確認した。ここで、企業規模の観点から、不動産業のどの規模階層において全産業との利益率の格差が大きいかを確認する。図5は、全産業平均の利益率から不動産業界の利益率を差し引いた値を示したものであり、値が大きいほど不動産業界のほうが相対的に低いことを意味する（全期間の平均ベース）。この図から、100人未満の小規模階層、とりわけ10人未満のクラスの利益率が、全産業に比して低いことが分かる。

図5 規模階層別にみた全産業と不動産業の利益率の比較



出所：筆者作成

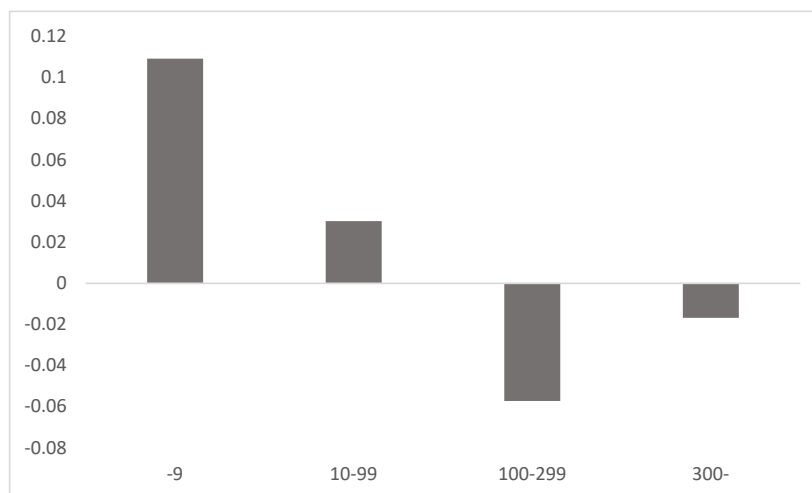
### (3) 期間別の状況

図5と同様の分析を、期間を分けて行った。ここでは全期間を、(i) バブル崩壊の影響が甚大だった2000年以前と、(ii) 公的資金の注入等により影響が徐々に和らいだ2001年以降、に二分した。結果は図6の通りである。2000年以前は、不動産業界の平均利益率は、9人階層と10-99人階層の双方において、全産業平均より低かった。100~299階層も、全産業平均より若干高かった程度である。

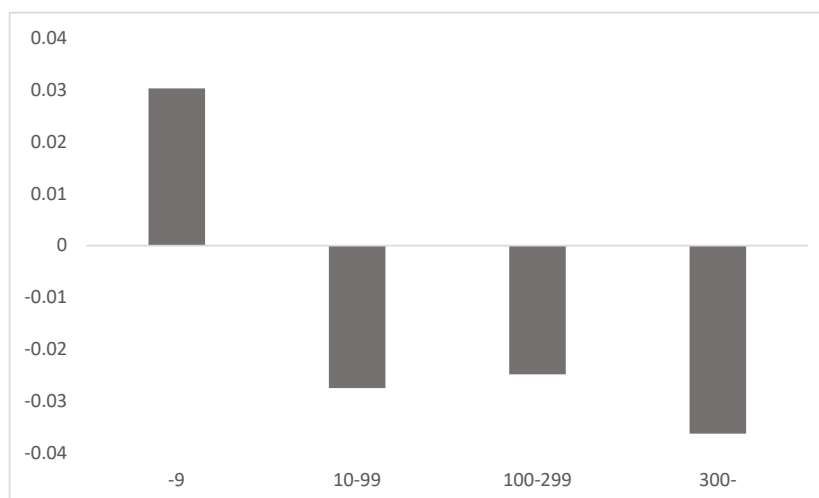
しかし、2001年以降、不動産業界の10人以上の従業員を擁する各階層の平均利益率と全産業の相対関係は改善しており、全産業よりも高くなっている。もっぱら最小の9人以下階層のみ、全産業より低いままとなっている。つまり、全期間を通じて不動産業界の平均利益率を押し下げているのは、9人以下階層ということである。特に2001年以降は、規模が小さくなるほど、全産業平均よりも利益率が低くなる傾向が明確に観察される。

図6 期間別にみた規模階層ごとの利益率格差

#### (i) 2000年以前



#### (ii) 2001年以降



出所：筆者作成



## 4. ゾンビ企業の視点

### (1) 先行研究

前章までで、もっとも小規模な従業員数 9 人以下の階層が、不動産業全体の利益率を低めている状況を確認した。では、その 9 人以下階層で利益率を下げているのはどのような特徴を持つ企業なのだろうか。以下では、近年注目されている“ゾンビ”企業の視点から分析を試みる。

ゾンビ企業とは、一般に、整理再編や市場からの撤退を行わずに市場にとどまり続ける、過剰債務を負った非効率企業として定義されている。経済学者は、1990 年代以降の日本の景気低迷の主因の候補としてゾンビ企業に注目してきた。ゾンビ企業が、他企業のビジネス機会を奪うことなどを通じて市場を歪め、産業全体の売上や利益を押し下げ、ひいては日本の景気回復を妨げているのではないかと、という問題意識で分析がなされてきた (Caballero, Hoshi, and Kashyap 2008, Hoshi and Kashyap 2011, Fukuda and Nakamura 2011, Imai 2016 など)。特に近年は、米国、欧州、中国など、長期的な停滞を経験している他の景気後退した経済でも、ゾンビ企業に対する関心が高まっている (Summers 2012, Bank of England 2012, Stothard 2013, Zhongguo xinwen wang 2015)。

### (2) 識別の基準

実際の統計データを使用した分析では、サンプル全体からゾンビ企業を識別することがまず重要なポイントとなる。識別の方法はいくつか提唱されているが、ここでは、そのうちの代表的なものとして、Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) と Fukuda and Nakamura (2011) の 2 つを紹介する。

まず CHK の基準では、要するに、ゾンビ企業とは利息の支払い額が「仮想的な」最優遇金利の支払いよりも低い企業と定義する。これは、取引金融機関が支払い額を減免するほど厳しい状況にある、という解釈である。

一方、FN は、収益性と追い貸しという 2 つの基準を追加している。FN は、CHK よりも収益性の重要性を強調する。これは、税引前利益 (EBIT) などで捉えた収益性の高い企業は、一般的に信用リスクが低くなるため、それを反映して金利は優遇され、利払い額が少なくなる傾向にある、との認識に基づく。CHK の基準では、銀行による利子減免なのか、信用リスクを反映した利子の優遇なのかを識別できない可能性がある。

さらに彼らは、財務状況が悪化した企業が、負債の返済の困難さに直面し、銀行によって債務のロールオーバーを繰り返す追い貸しも考慮すべきである、と主張している。これらの認識を反映して、FN の基準は、収益性基準を満たし、かつ利払い基準 (すなわち CHK の定義) または追い貸し基準の少なくとも 1 つを満たす企業として、ゾンビ企業を定義している。本稿が分析対象とする中小企業への貸付において、信用リスクは極めて重要なポイン

トであるため、ここではFNの基準を用いることとする。その具体的な識別方法を簡単に整理すると、以下の通りである。

$$I_{i,t}^* = r_t^{short} * B_{i,t-1}^{short} + \left( \frac{1}{5} \sum_{j=0}^4 r_t^{long} \right) * B_{i,t-j}^{long} + \min(r_{t-4}^{cb}, \dots, r_t^{cb}) * Bonds_{i,t-1}$$

ここで  $I_{i,t}^*$ : 最低要求利払い額,  $r_t^{short/long/cb}$ : 金利,

$B_{i,t}^{short/long}$ : 短期/長期銀行借入額,

$Bonds_{i,t-1}$ : 社債発行額

最低要求利払い額とは、プライムレート（最優遇金利）を用いて仮想的に計算された利払い額である。もし、 $I_{i,t} < I_{i,t}^*$  であれば（ $I_{i,t}$ は現実の利払い額）、その企業は利子減免を施されている可能性があり、ゾンビ企業の候補となる。これで判断するのが、まさにCHK基準である。

FN基準では、収益性基準  $I_{i,t}^* > EBIT$  を満たし、追い貸し基準  $B_{i,t} > B_{i,t-1}$  または利払い基準  $I_{i,t} < I_{i,t}^*$  のいずれかを満たす企業をゾンビと識別する（ここでEBITは税引き前利益を表す）。

### （3）ゾンビ企業比率

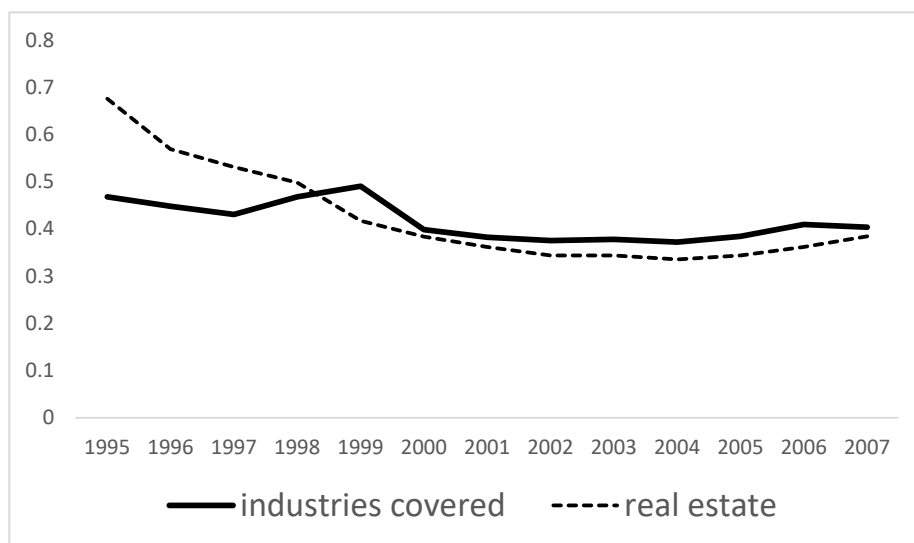
このFN基準を今回のデータに適用して、得た結果に基づいてゾンビ企業比率を示したのが図7である。ゾンビ企業比率とは、識別されたゾンビ企業の数在全社数に占める比率である。

これをみると、不動産業界のゾンビ比率は、全産業に比べて特に高いわけではないことが分かる。データの最終年時点では、それぞれ4割程度となっている。ちなみに、ゾンビ企業比率が約4割というのは高い値のように感じられる向きも少なくないと思われる。ただし、今回のデータは、零細規模の階層を多く含む点に留意する必要がある。Goto and Wilbur (2019) が示したように、少なくともわが国においては、企業規模が小さくなるほどゾンビ比率が高くなる傾向にある<sup>4</sup>。

時系列的には、1998年までは比較的高い水準であったが、その後は低下傾向をたどり、むしろ若干ながら全産業より低くなっている。これは、先に確認した不動産業界の利益率の低さは、ゾンビ企業の“数”が多いことによるものではなく、ゾンビ企業の“質”が相対的に悪い可能性を示唆している。

<sup>4</sup> 「ゾンビ企業」というネーミングも、約4割という水準をショッキングなものとしている可能性がある。映画などに登場するゾンビが元の人間に戻る可能性は低いようだが、中小企業のゾンビ企業は非ゾンビ企業に転じることも少なくない（Goto and Wilbur 2019）。

図7 全産業および不動産のゾンビ比率

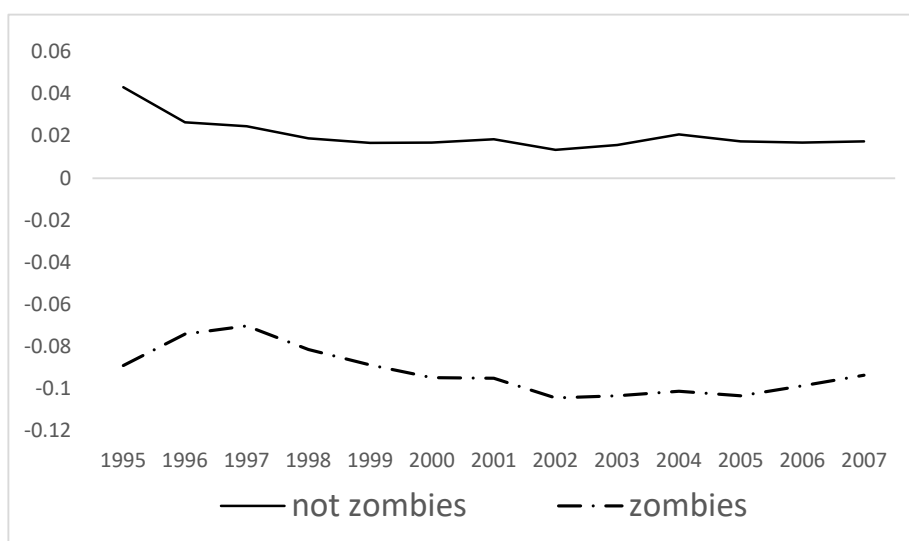


出所：筆者作成

(4) ゾンビ企業と非ゾンビ企業の利益率格差

これらゾンビ企業のパフォーマンスを非ゾンビ企業と比較する。まず全産業ベースで、ゾンビ企業の利益率をみると、全期間を通じて明確に全産業より低い水準で推移している。ゾンビ企業を識別する際の情報として経常利益を用いたため、これは当然のように思われるかもしれない。しかし、経常利益そのものではなく、仮想的な利払い額に対する相対的な大小関係、あるいは経常利益とは直接的にはつながっていない追い貸し基準などを用いた点には留意する必要がある。

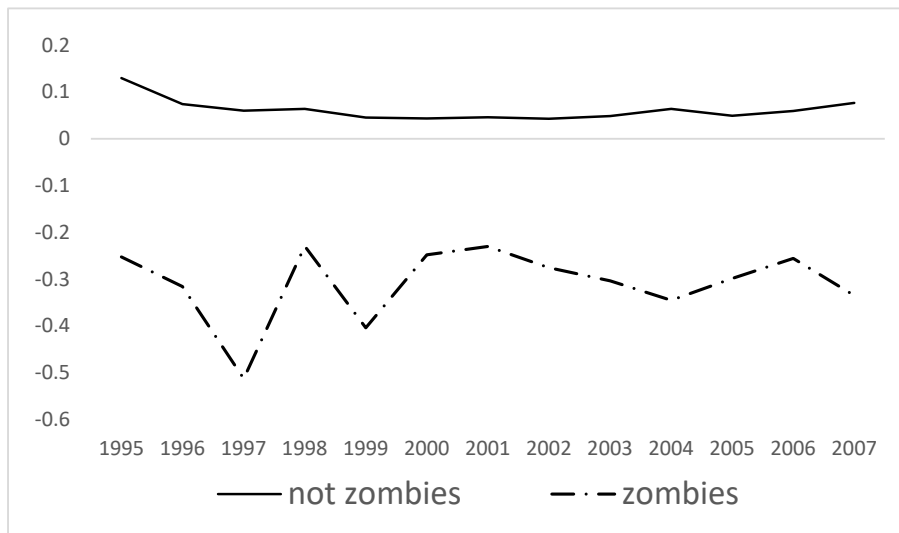
図7 ゾンビ企業と非ゾンビ企業の利益率格差：全産業



出所：筆者作成

同様に不動産業におけるゾンビ企業と非ゾンビ企業の利益率格差をみたのが図8である。ゾンビ企業の利益率は、90年代後半に乱高下しつつも、全期間を通じて非ゾンビ企業よりも低水準で推移している。

図8 ゾンビ企業と非ゾンビ企業の利益率格差：不動産業

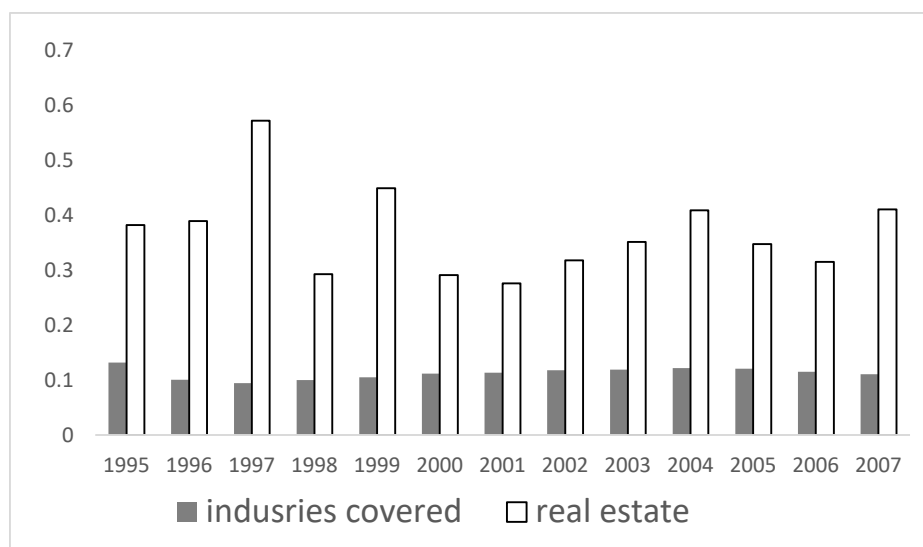


出所：筆者作成

非ゾンビ企業の平均利益率が常に高いという相対的な関係は共通しているものの、全産業と不動産業では、ゾンビ企業と非ゾンビ企業の格差の大きさが全く異なる。不動産業界のギャップのほうははるかに大きいことを、図9で確認することができる。同図における棒グラフの高さは、非ゾンビ企業の利益率からゾンビ企業の利益率を差し引いた値を意味しており、全期間を平均すると、不動産業界のギャップは全産業のギャップの2倍以上となっている。

不動産業における中小企業の平均利益率は全産業に比べ相対的に低い、非効率的なゾンビ企業の割合が不動産業において高いわけではない、ということは先にみた通りである。つまり、問題はゾンビ企業数の比率の高さではなく、最小規模階層におけるゾンビ企業のパフォーマンスの相対的な悪さにあるということである。バブル崩壊でもっとも深刻なダメージを受けた不動産業界においても、相対的に規模が大きい階層は総じてバブル後の厳しい状況から脱却している。もっとも規模が小さい階層の収益性を改善することは、不動産業界全体のパフォーマンスを改善するために避けられない課題のように見受けられる。

図9 ゾンビ企業と非ゾンビ企業の平均利益率の格差



注：「非ゾンビ企業の利益率－ゾンビ企業の利益率」として値を算出した。

出所：筆者作成

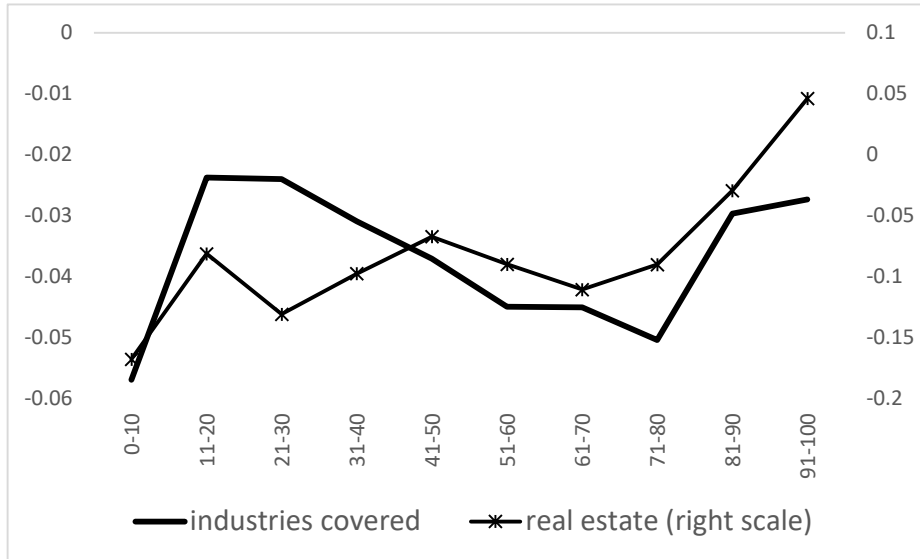
## 5. 企業年齢

ゾンビ企業の視点は、参入、成長、退出からなる“企業ダイナミクス”と強い関係を持っている。非効率なゾンビ企業が退出せず、不自然に市場にとどまり続けると、新規参入が妨げられ、業界全体の潜在的な成長の可能性を阻害する可能性がある。以下では、こうした企業ダイナミクスを考察する手がかりとして、企業の年齢階層ごとの平均利益率を算出し、比較する。CRD データには、5年ごとのカテゴリーで、企業年齢に関する情報が含まれている。

結果は図10に示す通りである。まず全産業についてみると、企業年齢が10年以下、つまり参入直後の段階の利益率こそ低いものの、その後急速に上昇し、20年から30年の間にピークに達する。その後は企業年齢が上がるにつれて緩やかに低下していく傾向にある。

一方、不動産業界は、企業年齢が上がるにつれて利益率はほぼ一貫して上昇していくという、全産業とは大きく異なる傾向を示している。こうした統計的事実は、政策への含意を示唆する。一般的に企業ダイナミクスを促進することは、産業全体の成長性の向上に寄与すると信じられている。しかし、不動産業界に関しては、企業ダイナミクスを促進するだけでは不十分かもしれない。不動産業に活力ある企業の参入を促しつつ、早期に利益率を確保してもらうための有効な施策を検討することは今後の研究課題といえる。不動産業は、ストックビジネスとしての性格を強く有しており、有形無形のストックを形成するのに時間を要する点などがポイントとなりそうである。

図 10 企業年齢別にみた平均利益率



注1：CRD データでは、個別企業の年齢は、5年ごとに区分されたカテゴリーとして把握されている。

注2：全期間のプールされたデータの平均値として算出。企業が存続する限り、企業年齢は時間の経過とともに増える。つまり、同一の企業が5年後には1つの上のカテゴリーに移動していることになる。

出所：筆者作成

## 6. むすび

日本経済はバブル崩壊により深刻な打撃を受け、その甚大な悪影響は未だ完全に解消したとはいえない状況にある。バブルの後遺症は、今もなお続く景気低迷の背後に見え隠れしている。例えば、企業部門が投資よりも貯蓄を志向しがちなことが、経済全体の活力を低め、ひいては経済成長力を低下させている、という指摘はよく聞かれるところである。そうした企業の“貯蓄志向”の一端は、バブル崩壊後の金融不安の時期に、資金調達面で非常に厳しい思いをした企業が、自己資金の蓄積に努めている面もあるように思われる。こうしたマクロ経済全体にわたる金融を起点とするショックは、もはや日本に限ったことではなく、リーマンショックをはじめ、世界の様々な国や地域で生じ得る時代となっている。日本の経験は、多かれ少なかれ多くの国々にとっての教訓となる可能性がある。

不動産業は、日本のバブル経済の崩壊でもっとも深刻なダメージを被った代表的業種であり、全体としてみれば今もなお厳しい状況から脱却し切れていないように見受けられる。本研究の分析結果では、不動産業界全体があまねく低迷しているというより、最小規模階層のパフォーマンスの低さが全体の成果を押し下げている構図が、明確に示された。そしてそ

れは、非効率な企業の数が多いからではなく、それらの非効率性が著しいからであることも確認された。

それでは、最小規模階層のパフォーマンスが低い理由は何であろうか？これは今後の大きな研究課題だが、本稿でも重視した産業の新陳代謝の観点からは、企業の参入、退出の停滞、およびそうした停滞を生んでいる背景が、検証のポイントになってくるだろう。そこにおいては、不動産業自身の実体的な（real）要素（例えば技術革新等）だけでなく、おそらく金融的な要素が重要であるように思われる。例えば、後藤（2016）では、貯蓄投資差額の視点に基づく分析により、中小不動産業企業の債務負担の大きさ、およびそれを生んだ金融環境、政策環境が指摘された<sup>5</sup>。今後の不動産業の活性化に向けてこれらに関する考察や対応が望まれる。それは特に中小規模の参入、退出を活性化させ、業界全体の長期的な成長力を高めると期待される。

ただし、こうした一般的な新陳代謝だけで完結しない要素もおそらく不動産業には存在する。本稿の企業年齢の分析では、不動産業は他の産業と異なり、企業年齢の上昇に伴ってパフォーマンスが向上していく、というリニアな傾向が観察された。不動産業のストックビジネスとしての側面がこうした状況を生んでいるのであれば、ただ新陳代謝を促すだけではない政策対応も大きな検討課題となるだろう。本研究でもその一端が窺われたように、規模階層別の視点は不動産業を分析する上で極めて有効である。こうした視点に基づく、数多く残された論点は、筆者の今後の大きな研究テーマとしていきたい。

---

<sup>5</sup> IS バランス（Investment-Savings balance）とも呼ばれる貯蓄投資差額は、経済全体、あるいは各部門の貯蓄額から投資額を差し引きした値であり、概念的に資金過不足と一致する。貯蓄投資差額が増加すれば、資金余剰の度合いが高まる（あるいは資金不足の度合いが低まる）ことを意味する。貯蓄投資差額そのものは実体的な貯蓄と投資から算出されるが、結局金融面の収支尻を表すという意味で、実体面と金融面をつなぐ結節点ともいえる指標である。

## References

- 青山秀明・家富洋・池田裕一・相馬亘・藤原義久、2007 『パレート・ファームズ—企業の興亡とつながりの科学』 日本経済評論社
- 後藤康雄、2014 『中小企業のマクロ・パフォーマンス—日本経済への寄与度を解明する』 日本経済新聞出版社
- 後藤康雄、2016 「貯蓄投資バランスからみる不動産業界の状況」『土地総合研究』 24(1)、土地総合研究所
- 中小企業庁、2020 『中小企業白書 2020 年版』
- Bank of England. 2012. Financial Stability Report.
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap. 2008. “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan.” *The American Economic Review* 98(5).
- Fukuda, Shinichi, Junichi Nakamura. 2011. “Why did ‘Zombie’ firms recover in Japan?” *World Economy* 34 (7).
- Goto, Yasuo. 2016. “The situation of the real estate industry from the perspective of savings-investment balance (in Japanese).” *The Journal of the land institute* 24 (1), the Land Institute of Japan.
- Goto, Yasuo, Wilbur Scott. 2019. “Unfinished business: Zombie firms among SME in Japan’s lost decades.” *Japan and the World Economy* 49.
- Hoshi, Takeo, Anil K. Kashyap. 2011. “Why Did Japan Stop Growing?” National Institute for Research Advancement., Tokyo.
- Imai, Kentaro. 2016. “A panel study of zombie SMEs in Japan: identification, borrowing and investment behavior.” *Journal of the Japanese and International Economies* 39.
- Maehara, Yasuhiro. 2013. “Establishment of Credit Risk Database in Selected Asian Countries and Improvement of SME Database to Promote the Efficient Allocation of Loans to the Growing SME Sector.” RIETI Discussion Paper Series 13-J-067.
- Peek, Joe, and Eric S. Rosengren. 2005. “Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan.” *The American Economic Review* 95(4).



- Stothard, Michael. 2013. "Companies: The Rise of the Zombie." Financial Times. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7c93d87a-58f1-11e2-99e6-00144feab49a.html#axzz46YJNJc11> (accessed on March 17,2021)
- Summers, Lawrence H. 2012. "U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound." *Business Economics* 49 (2).
- Zhongguo xinwen wang. 2015. "Fagaiwei: Jiakuai taotai jiangshi qiye youxiao huajie guosheng channeng [National Development and Reform Commission: Speed Up the Elimination of Zombie Firms to Effectively Resolve Excess Capacity]." *Zhongguo xinwen wang*. <http://www.chinanews.com/cj/2015/10-12/7564476.shtml> (accessed on March 17, 2021).

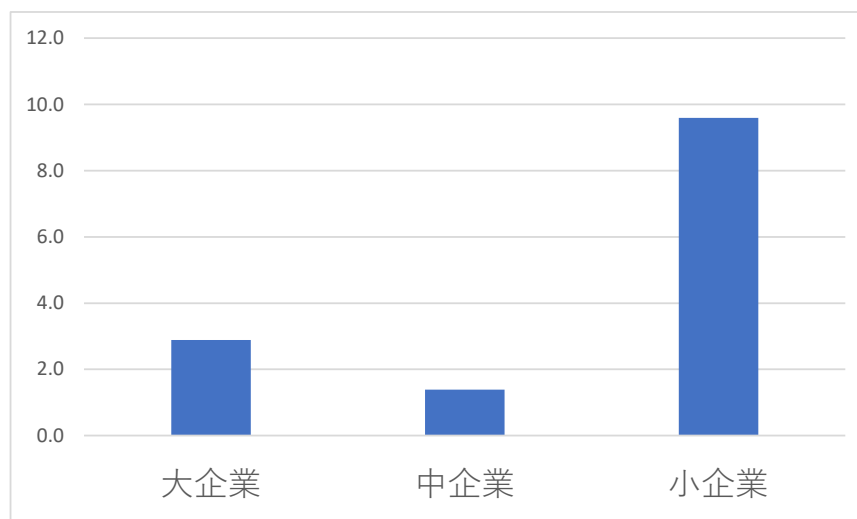
## 補論：不動産業界の現状に関する統計的把握

本文における統計的分析は、CRD データを用いたものが中心となり、不動産業がわが国全体でどのような位置づけにあり、いかなる状況にあるのかをマクロ的に概観すること十分出来ていない（本文でも解説した通り、CRD データは悉皆調査、あるいは分布を調整したサンプル調査ではなく、取引先を通じて収集可能な企業に限定されたサンプル調査である）。そのため以下の補論では、集計ベースの政府統計を用いて、本稿の論点とも関連のある側面から、不動産業の全体像を把握する。

### （1）企業数

わが国の企業数全体に占める不動産業の比率はかなり高く、2016 年時点で約 8.4%である。それをさらに企業規模別にみたのが補論図 1 である。とりわけ小規模階層でのウエイトは高く、全体の 9.6%をも不動産業が占めている。なお、中規模の企業数のウエイトが、小企業だけでなく、大企業よりも低い点は特徴的である。大企業のウエイトも低いのだが、中規模企業のウエイトの低さは際立っている。

補論図 1 全企業数に占める不動産業のウエイト



注 1：単位は%。

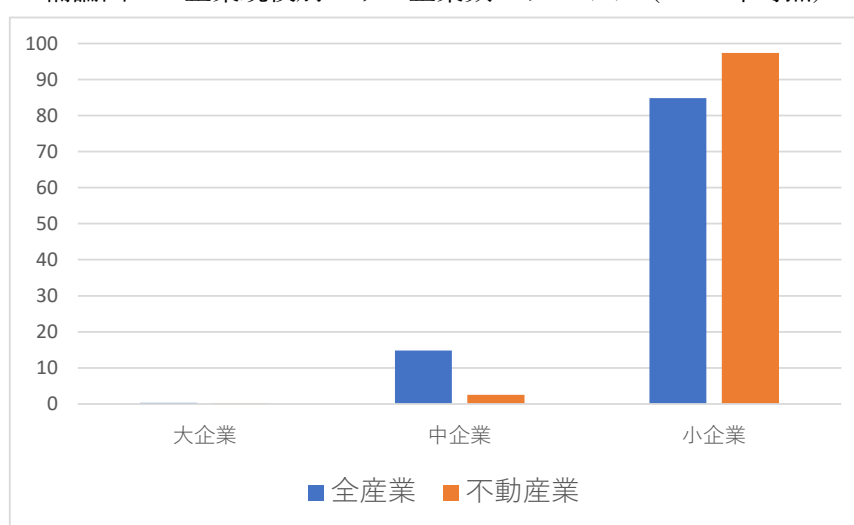
注 2：産業分類は「不動産業、物品賃貸業」として把握したもの。

注 3：企業規模の区分は、基本的に中小企業基本法の定義に基づく。詳細は『中小企業白書 2020 年版』を参照。

出所：中小企業庁『中小企業白書 2020 年版』より筆者作成

こうした不動産業の企業規模分布を別の角度からみたのが補論図2である。これは、産業内の全企業に対して各規模階層が占めるウェイトを示したものである。補論図1から推察される、小規模階層のウェイトの高さ、および中規模階層のウェイトの低さが明確に観察される。不動産業における小企業のウェイトは全産業に比べ相当高く、その分、中規模企業のウェイトが下がる形となっている。図からは見づらいが、大企業のウェイトも不動産業は低く、全産業が0.3%に対して、不動産業は0.1%に過ぎない。これらを総合すると、我が国の不動産業は、小規模の事業者のウェイトが高いという明確な特徴を有している。

補論図2 企業規模別にみた企業数のウェイト（2016年時点）



注、出所とも補論図1と同様。

以上で紹介した数値は、いずれも中小企業庁『中小企業白書 2020年版』の巻末資料にある統計データによるものである。それらは基本的に総務省「経済センサス」をもとにしているが、経済センサスとして公表された集計値そのものではなく、中小企業庁が元データを独自に改編して集計し直した値であり、元データ（個票）を用いない限り、数値を再現することは出来ない。

なお、本稿では、データ面の制約から不動産業全体をひとまとめで把握した。しかし、不動産業の中にはさらに細かい業種が含まれる。以下の補論表1は、総務省「経済センサス(平成28年-活動調査)」をもとに、産業の細分類の区分で、企業数の分布を整理したものである。さらに詳細なデータは、政府が以下のサイトを通じて公開しているので、適宜参照されたい。

<https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200553&tstat=000001095895&cycle=0&tclass1=000001106256&tclass2=000001107036&tclass3=000001114545&tclass4val=0>

補論表1 細分類でみた不動産業の企業数

	実数(社)				全産業に占める割合(%)				全企業数に占める割合(%)			
	全企業	個人企業	会社企業	会社以外の法人	全企業	個人企業	会社企業	会社以外の法人	全企業	個人企業	会社企業	会社以外の法人
全産業	3,856,457	1,979,019	1,629,286	248,152	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	51.3	42.2	6.4
不動産業	290,336	136,548	151,344	2,444	7.5	6.9	9.3	1.0	100.0	47.0	52.1	0.8
不動産取引業	52,553	8,234	43,905	414	1.4	0.4	2.7	0.2	100.0	15.7	83.5	0.8
建物売買業、土地売買業	14,500	1,224	12,912	364	0.4	0.1	0.8	0.1	100.0	8.4	89.0	2.5
不動産代理業・仲介業	38,053	7,010	30,993	50	1.0	0.4	1.9	0.0	100.0	18.4	81.4	0.1
不動産賃貸業・管理業	237,408	128,204	107,225	1,979	6.2	6.5	6.6	0.8	100.0	54.0	45.2	0.8
不動産賃貸業(貸家業、貸間業を除く)	44,121	9,985	33,427	709	1.1	0.5	2.1	0.3	100.0	22.6	75.8	1.6
貸家業、貸間業	139,196	95,299	43,626	271	3.6	4.8	2.7	0.1	100.0	68.5	31.3	0.2
駐車場業	27,903	20,763	6,666	474	0.7	1.0	0.4	0.2	100.0	74.4	23.9	1.7
不動産管理業	26,188	2,157	23,506	525	0.7	0.1	1.4	0.2	100.0	8.2	89.8	2.0

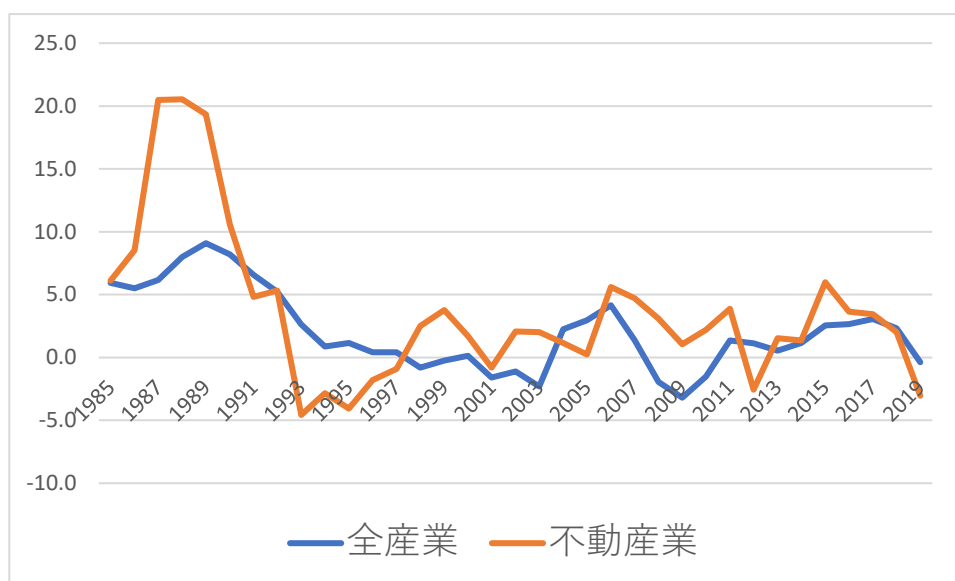
(2) 財務指標

次に、不動産業の財務面に着目して、不動産業のいくつかの側面を紹介する。ここで用いるのは、わが国の企業部門の財務状況を幅広く捉える財務省「法人企業統計」(通称、法企)である。

まずここでは、経済活動の成果を集約する概念である付加価値に着目する。付加価値は、労働者、企業(さらに資本家)に還元される、フローとしての経済価値を合計したものであり、いわば企業部門の国民総生産(GDP)に対応する(ただし統計技術的な要因により一致するわけではない)。不動産業の付加価値額が全産業に占める割合は約5%である(2019年度時点で4.7%)。この値は、これまでCRDデータ、中小企業庁の集計、経済センサス、のいずれのウエイトと比べても低く、不動産業の効率性の低さを反映している。

補論図3~5は、付加価値額、売上高経常利益率、自己資本比率のそれぞれの時系列的な推移を示したものである。付加価値額の推移からは、1980年代後半のバブル期に不動産業が大きく付加価値を高め、バブル崩壊後はその反動で大きく落ち込んだ状況が如実に表れている。利益率については、本文でも見た通り、バブル崩壊後に急落した後、金融問題の解消と足並みを合わせる形で改善傾向をたどっている。自己資本比率についてもおおむね同様の時系列的なアップダウンを経ている。

補論図3 付加価値額（前年比）の推移

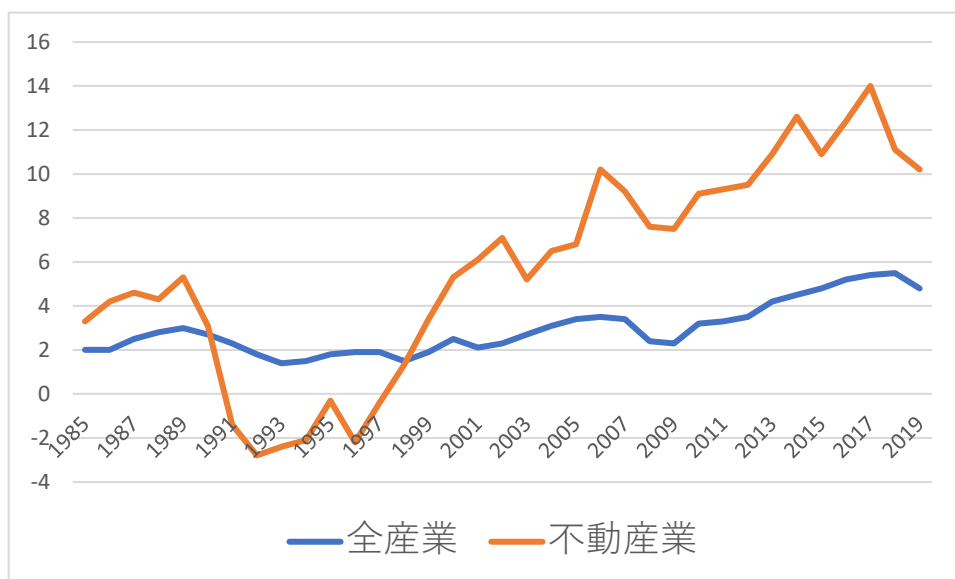


注1：横軸は年度、縦軸は%を表す。

注2：全規模合計ベース。

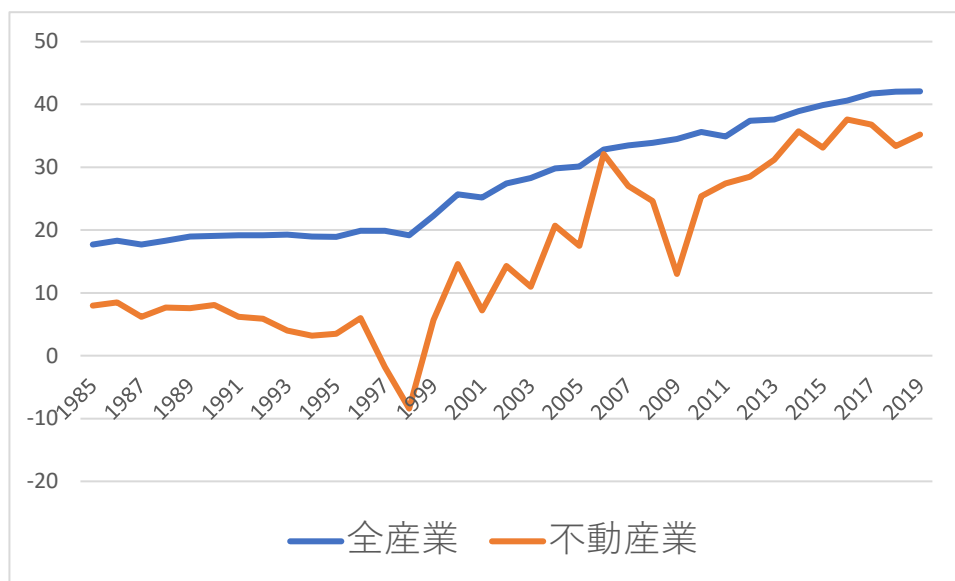
出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成。

補論図4 売上高経常利益率の推移



注、出所とも補論図3と同様。

補論図5 自己資本比率の推移



注、出所とも補論図3と同様。

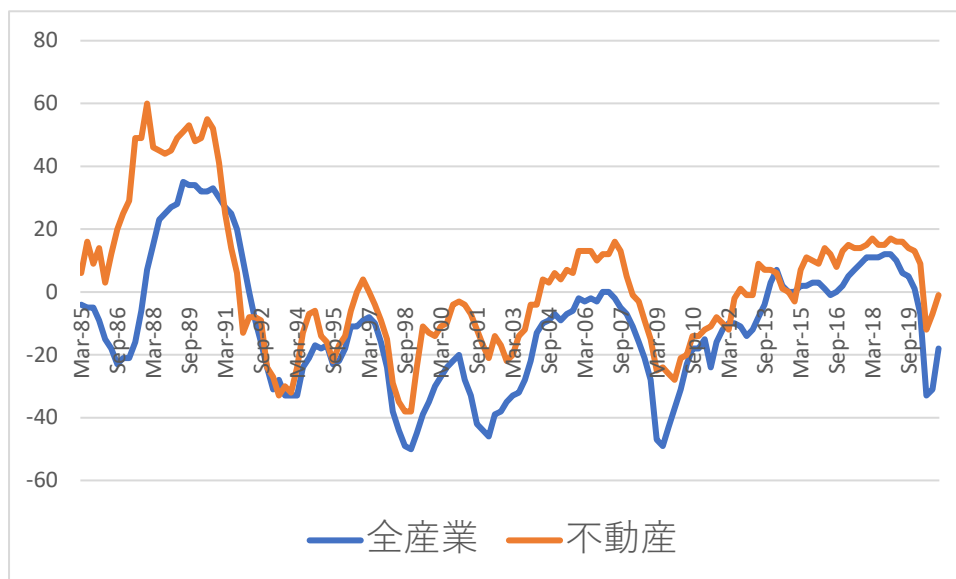
### (3) サーベイデータ

以上は客観的に把握できる計数に基づく統計であるが、アンケートによる主観的なデータも、客観データでは捉えきれない要素の把握などの点で有益な情報となる。ここでは、企業経営者を対象とするアンケート調査（サーベイデータ）である日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（通称、短観）を紹介する。

短観は企業別の区分を設けており、ここでは小規模企業の結果をみる。補論図6は、総合的な経営環境を示す業況判断DIの推移である。「よい」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した割合を差し引いた値であり、上昇すると改善を意味する。予想通り、バブル崩壊とともに、全産業と比べても大きく落ち込んだ状況が見て取れる。

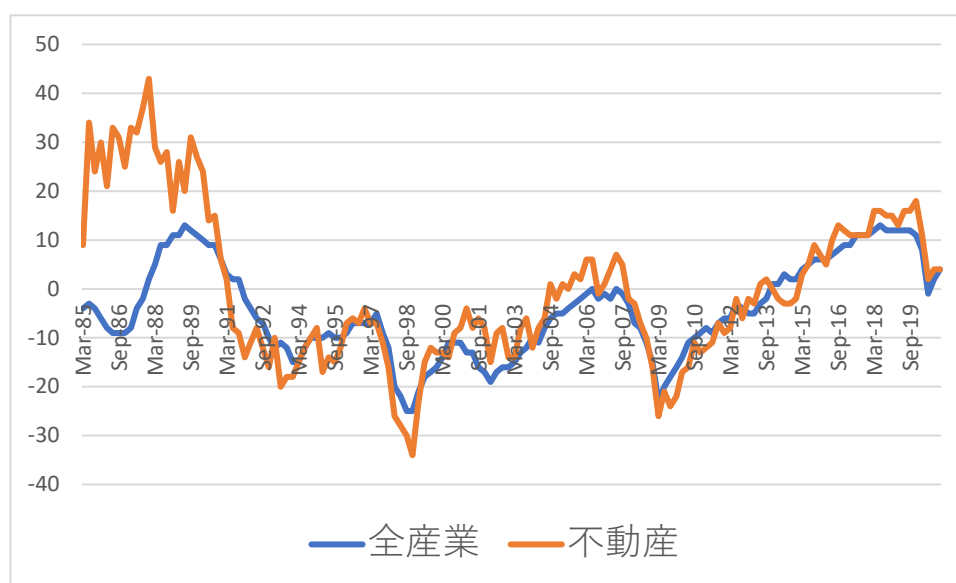
補論図7は、資金繰りの状況を表す資金繰り判断DIであり、「楽である」と回答した割合から「苦しい」の割合を引いた値となっている。業況判断DIと同様、あるいはそれ以上に、バブル崩壊の影響が大きかったことがわかる。日銀短観には、以上の他にも雇用、設備等の判断や財務状況など様々な調査項目があるため、関心に応じて適宜活用されたい。

補論図 6 小規模企業の業況判断 DI の推移



出所：日本銀行「全国短期経済観測調査」より筆者作成。

補論図 7 小規模企業の資金繰り判断 DI の推移



出所：日本銀行「全国短期経済観測調査」より筆者作成。