

独立行政法人 経済産業研究所 (RIETI)

BBL セミナー資料

2015 年 9 月 2 日

「平成 27 年経済財政白書について」

村山 裕

<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>



平成 27 年度
年次経済財政報告

(経済財政政策担当大臣報告)

四半世紀ぶりの成果と再生する日本経済

説 明 資 料

平成 27 年 8 月

内 閣 府

目次

第1章 景気動向と好循環の進展

- 第1節 経済再生の前進と最近の景気動向・・・・・・・・・・ 2
- 第2節 好循環の進展とデフレ脱却に向けた動き・・・・・・・・ 4
- 第3節 「量的・質的金融緩和」の進展状況とその効果、
経済と財政の一体的改革に向けて・・・・・・・・・・ 6

第2章 成長力強化に向けた労働市場の課題

- 第1節 国内労働力の更なる活用に向けた課題・・・・・・・・ 8
- 第2節 円滑な労働移動と経済成長・・・・・・・・・・ 10

第3章 イノベーション・システムと生産性の向上

- 第1節 低成長下でのイノベーション活動・・・・・・・・ 12
- 第2節 イノベーション活動の促進に向けて・・・・・・・・ 14

当資料は、「年次経済財政報告」の説明のため暫定的に作成したものであり、引用等については、直接「年次経済財政報告」本文によらねたい。

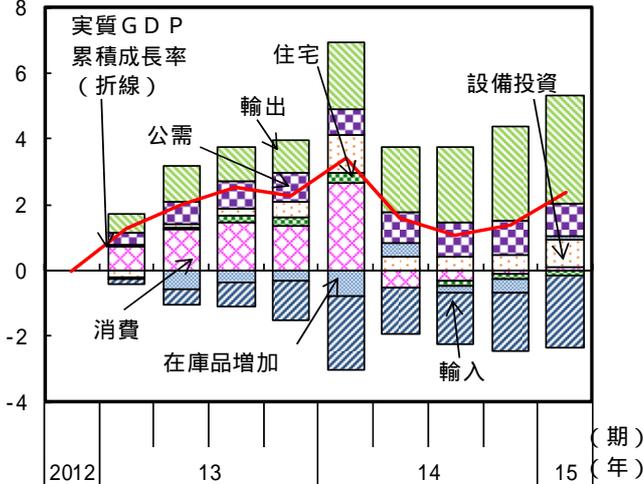
第1章 景気動向と好循環の進展

第1節 経済再生の前進と最近の景気動向

- 日本経済は、2012年末に持ち直しに転じて以降、総じてみれば、個人消費を中心に内需が主導する形で回復してきた。また、デフレ状況ではなくなる中、名目GDP成長率は、2015年1-3月期には現行基準で遡及できる1994年以降最大の伸びとなった。
- また、2014年度の企業収益は、2013年度に続き、過去最高水準となった。

第1-1-1図 実質GDPの推移

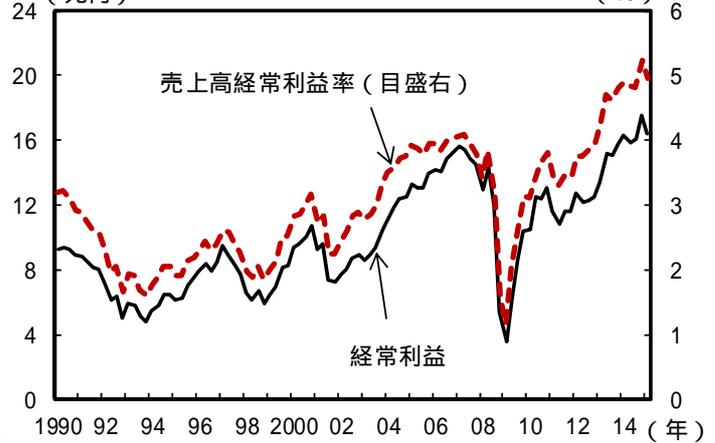
(1) 実質GDP累積成長率
(2012年10-12月期比寄与度、%)



(備考) 1.(左図)内閣府「国民経済計算」により作成。
2.(右図)財務省「法人企業統計」により作成。

第1-1-2図 企業・家計の所得面の動向

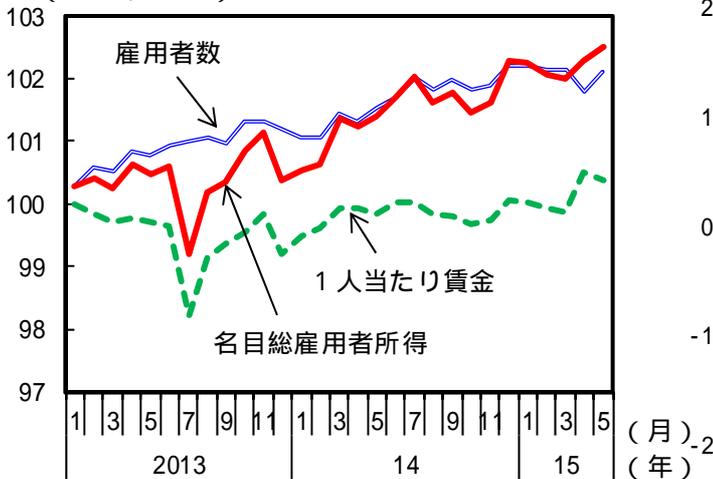
(1) 企業の経常利益と売上高経常利益率
(兆円) (%)



- さらに、雇用・所得環境の改善が続くなど、経済の好循環が着実に回り始めており、およそ四半世紀ぶりとなる良好な経済状況。
- 2014年末からの原油価格下落を受け、交易条件が改善、交易利得がプラスに寄与し、2014年10-12月期以降、実質GNIは増加。

第1-1-2図 企業・家計の所得面の動向

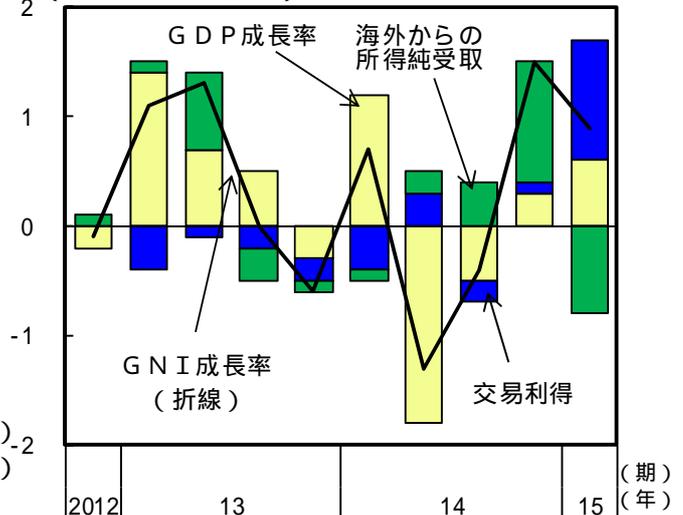
(3) 総雇用者所得
(2012年 = 100)



(備考) 1.(左図)総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2.(右図)内閣府「国民経済計算」により作成。

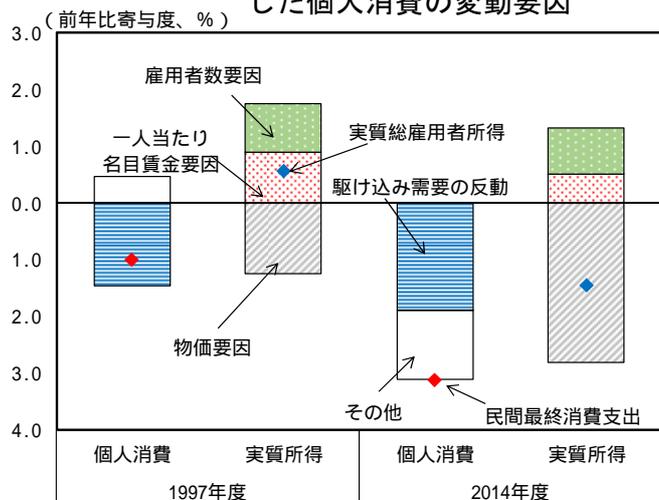
第1-1-3図 実質GNIの動向

(前期比寄与度、%)



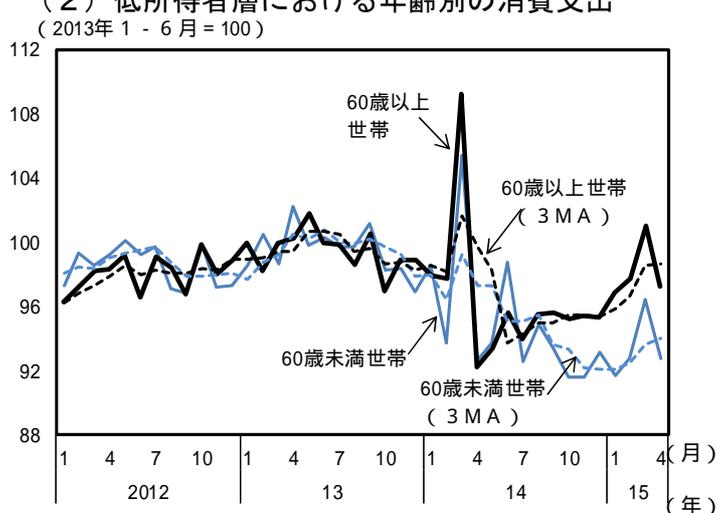
- 前回消費税率引上げ時と比べ、今回は、雇用者数はほぼ同程度増加する一方、名目賃金の伸びはデフレマインドがなお残る中、結果的に前回は下回った。所得全体としては前回はやや下回る伸びにとどまった。一方、税率引上げ幅が大きかったことや輸入物価の上昇等により物価上昇率が前回よりも高かったことから、実質総雇用者所得がマイナスとなり、消費が抑えられた。
- 低所得者層のうち、60歳未満の現役世代の回復の遅れが消費の持ち直しの動きが弱かった一因。2015年に入ってから、高齢者、現役世代共に増加傾向。

第1-1-6図 前回消費税率引上げ時と比較した個人消費の変動要因



(備考) 1.(左図) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2.(右図) 総務省「家計調査」により作成。

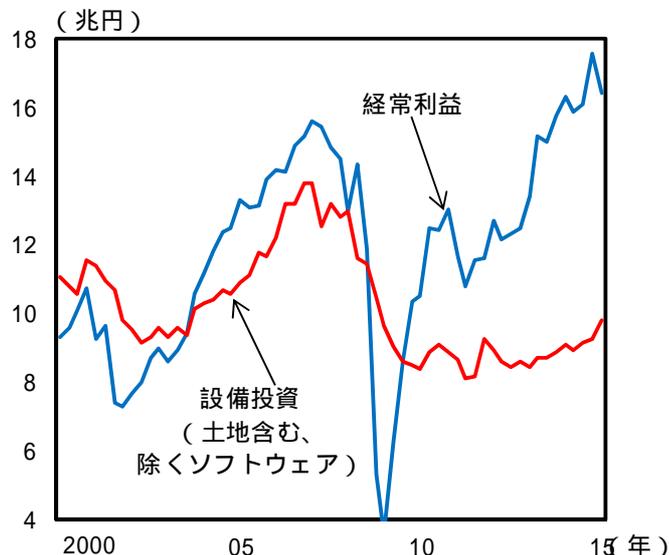
第1-1-7図 所得階層別の消費動向 (2) 低所得者層における年齢別の消費支出



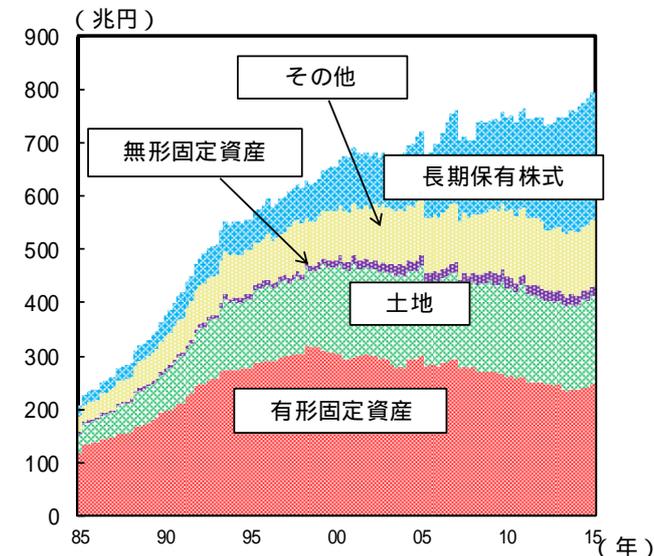
- 企業部門では、過去最高水準となっている企業収益と比べると、設備投資の回復の動きは弱め。研究開発などの無形資産や海外投資などを高める動きもある。
- 2013年末頃からは、減価償却費を上回る設備投資が実行されるようになったことから、国内の有形固定資産が増加に転じる動き。

第1-1-10図 設備投資の動向

(1) 経常利益と設備投資



(3) 企業の固定資産の構成



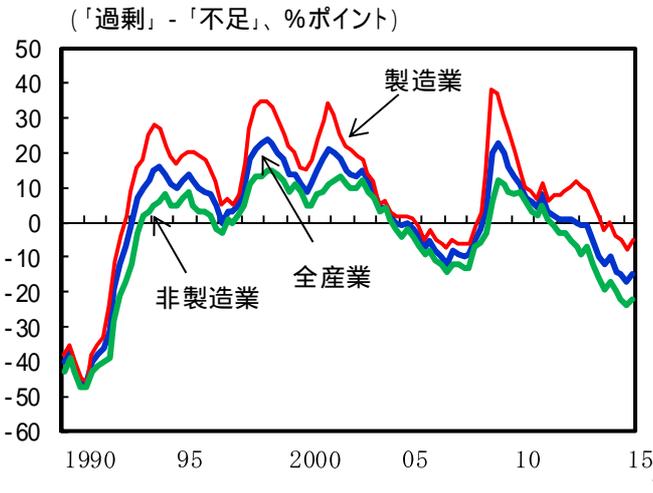
(備考) 財務省「法人企業統計」により作成。

第2節 好循環の進展とデフレ脱却に向けた動き

- 労働需給は非製造業を中心に引き締まりつつある。
- 好調な企業収益が賃金の上昇へ波及、経済の好循環が進展。

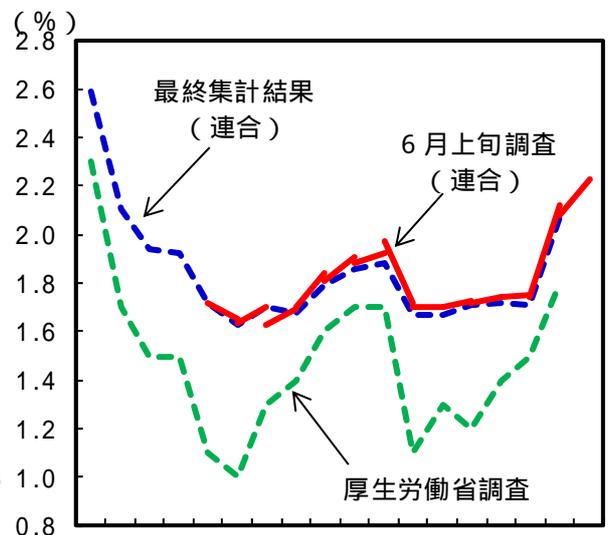
第1-2-1図 労働需給の動向

(2) 業種別雇用人員判断D I



第1-2-3図 企業の賃金引き上げの動き

(1) 定期昇給を含む賃金引き上げ率

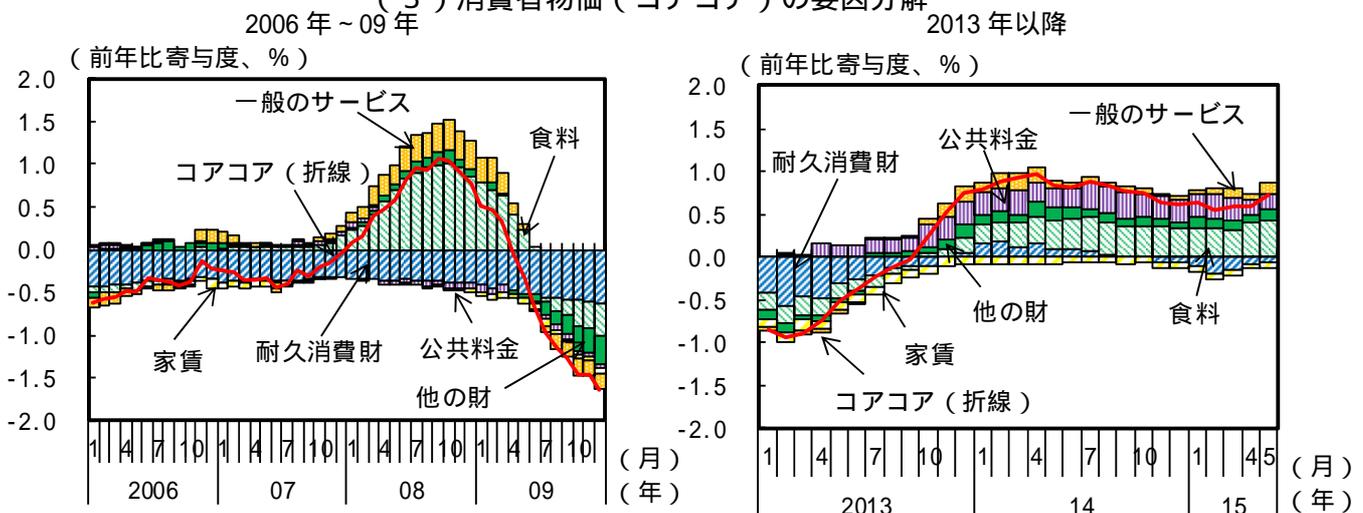


- (備考) 1.(左図) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
 2.(右図) 厚生労働省「賃金引き上げ等の実態に関する調査」、日本労働組合総連合会「春季生活闘争」等により作成。
 3. 連合調査は最終集計まで数次にわたって集計を行っているため、2015年については、現時点で判明している6月1日回答集計を用いている。

- 物価については、消費者物価(コアコア)は2013年春以降、おおむね緩やかに上昇。前回、デフレ状態ではなくなった2006年春以降と比較すると、今回は、サービス価格の安定的なプラス寄与がみられる、という特徴がある。

第1-2-5図 消費者物価の動向

(3) 消費者物価(コアコア)の要因分解



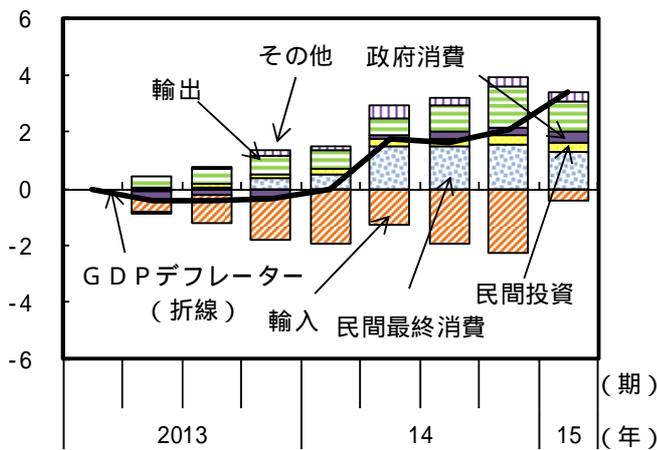
- (備考) 総務省「消費者物価指数」により作成。連鎖基準方式。2014年4月以降、消費税率上げの影響を除くベース。

- GDPデフレーターは上昇傾向。需要面では、2013年7 - 9月期以降、民間最終消費要因が押し上げに寄与。
- 所得面では、2014年4 - 6月期以降、単位労働費用要因がプラス寄与。同年1 - 3月期以降、単位利潤要因がプラスに寄与しており、利潤が雇用者へ配分されることで賃金が上昇していくことが期待される。

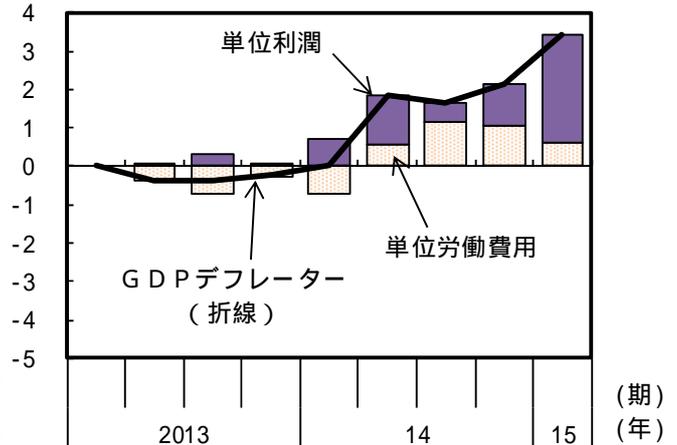
第1 - 2 - 8図 GDPデフレーターの動向

(1) GDPデフレーターの要因分解(需要面) (2) GDPデフレーターの要因分解(所得面)

(2013年1 - 3月期比、%、累積寄与度)



(2013年1 - 3月期比、%、累積寄与度)



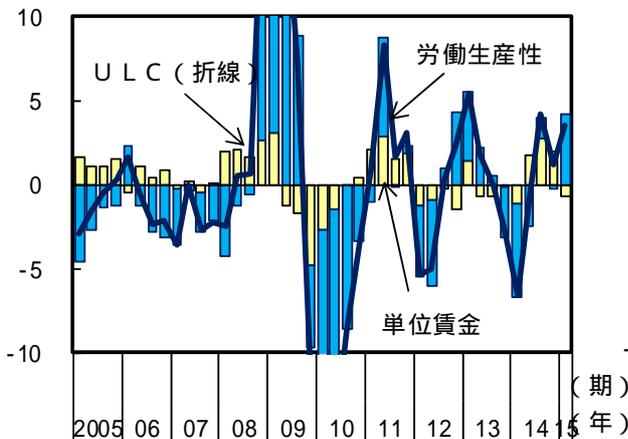
(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

- 単位労働費用は、製造業では、前回、今回ともに単位賃金がおおむねプラスに寄与。今回は単位賃金の押し上げが大きく、2014年4 - 6月期以降おおむねプラス。
- 非製造業では、前回はおおむねマイナスに寄与していた単位賃金が、今回はおおむねプラスに寄与。

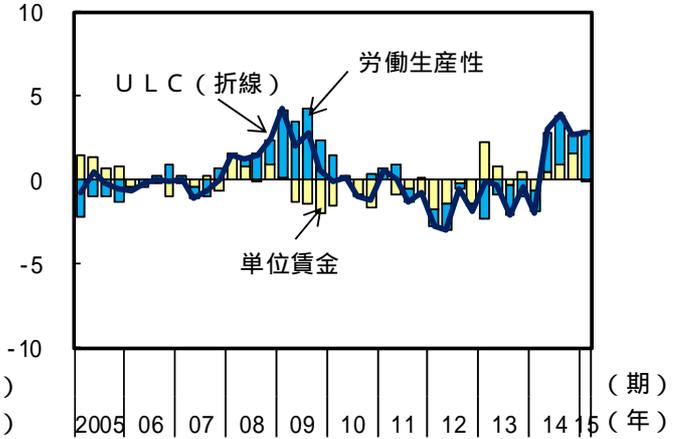
第1 - 2 - 10図 単位労働費用の動向

(3) 製造業及び非製造業別のULCの要因分解(AIAベース)

(前年比、%) 製造業



(前年比、%) 非製造業

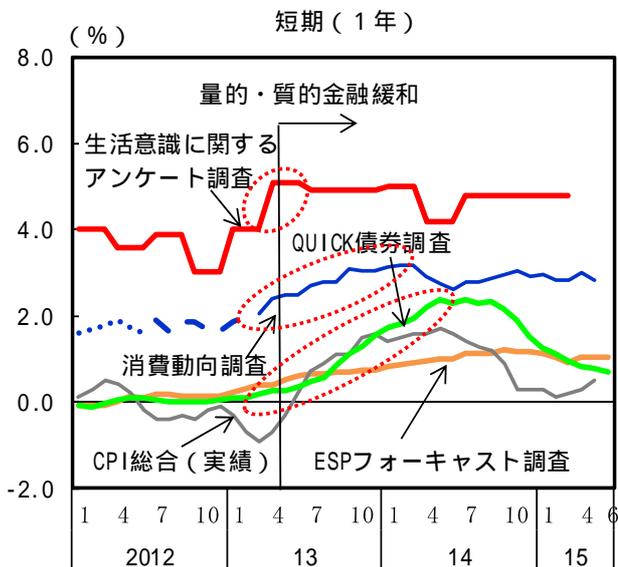


(備考) 経済産業省「全産業活動指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」により作成。

第3節 「量的・質的金融緩和」の進展状況とその効果、 経済と財政の一体的改革に向けて

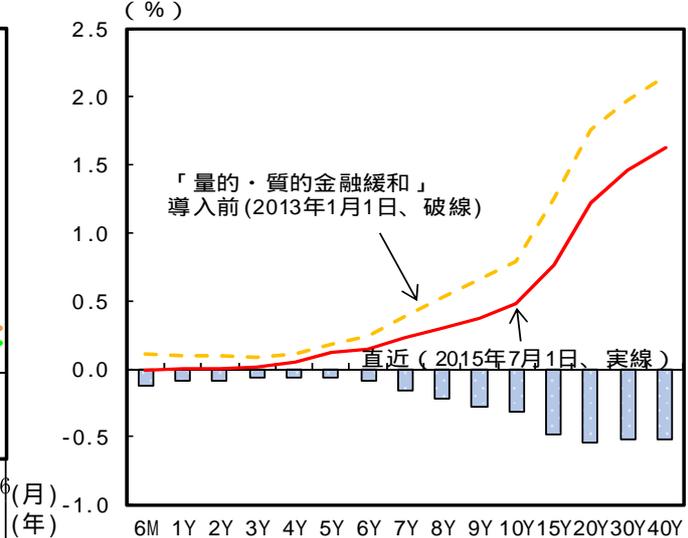
- 「量的・質的金融緩和」導入頃から、予想物価上昇率は上昇。
- イールドカーブは全体的にフラット化。

第1-3-2図 予想物価上昇率の動向



第1-3-4図 イールドカーブ、実質金利の動向

(1) イールドカーブの変化

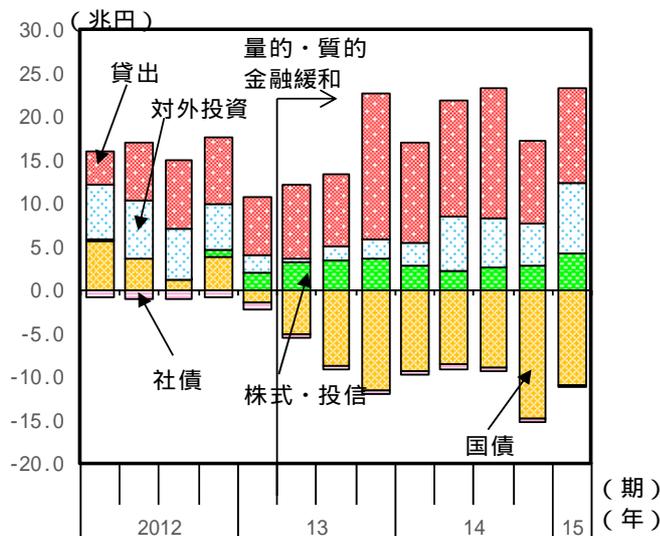


(備考)(左図) Bloomberg、総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。
(右図) Bloomberg により作成。

- 日本銀行以外の主体では、全体として国債からそれ以外の資産へのシフトがみられる。国内銀行では緩やかながらポートフォリオ・リバランスが進んでいる。
- 中小企業は、運転資金を中心に資金の調達を増加、企業活動を拡大。

第1-3-5図 ポートフォリオ・リバランスの動向

(1) 日本銀行以外の主体による投資フロー

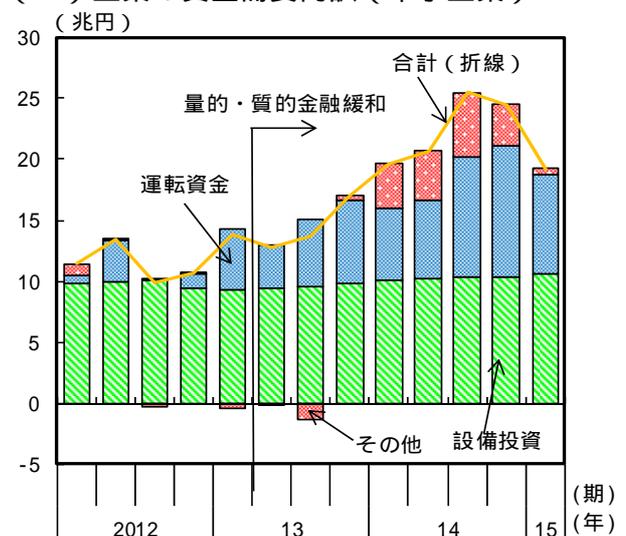


(備考) 1. (左図) 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. (右図) 財務省「法人企業統計調査」により作成。

第1-3-6図 「量的・質的金融緩和」の

企業活動への影響

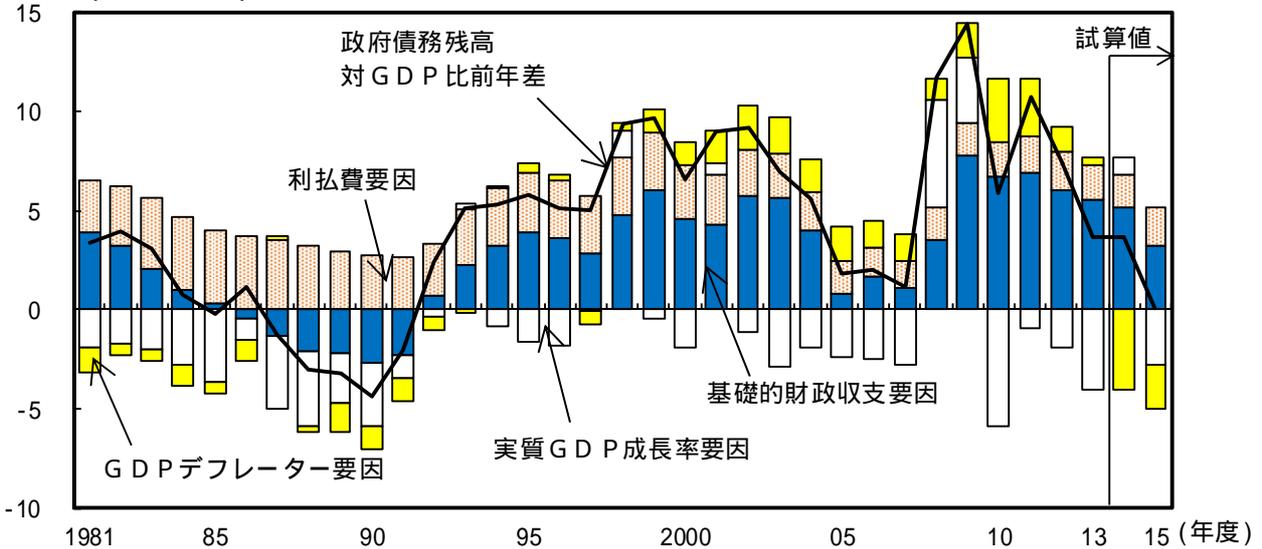
(5) 企業の資金需要内訳(中小企業)



- 債務残高対GDP比はデフレ下で持続的に上昇。2011年度以降、上昇傾向に歯止めがかかりつつあるが、引き続き、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の一体的取組の強化が必要。

第1-3-7図 我が国の政府債務残高の動向

(%ポイント) (2) 債務残高対GDP比の上昇要因



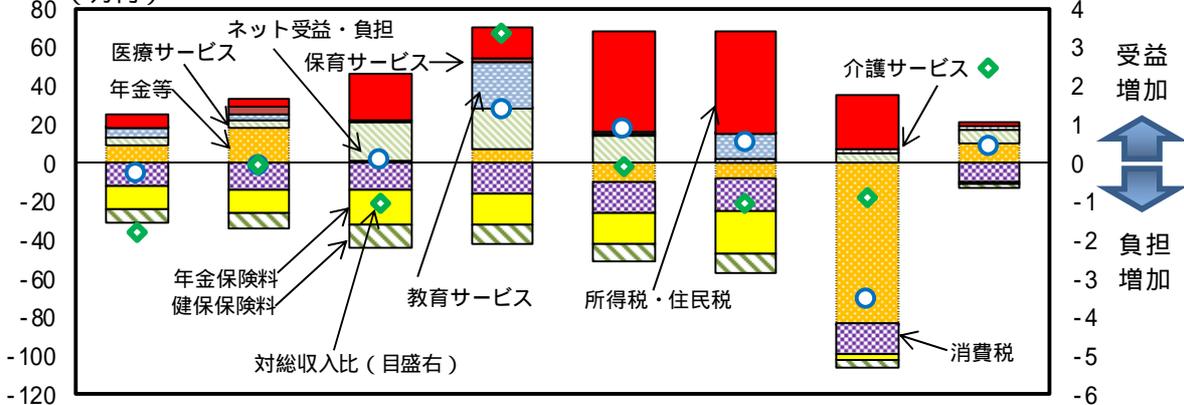
(備考) 内閣府「国民経済計算」、「中長期の経済財政に関する試算」(平成27年2月公表)により作成。

- 我が国の税・社会保障等を通じた受益と負担の構造について、過去約20年間の変化をみると、現在、受益が大きい高齢者は、60代では年金支給開始年齢引上げに伴い年金支給額が減少する一方、70代では受益が増加、現役世代のうち、子供のいる世帯は、負担が増加する一方で、教育サービス等の受益も増加、等の特徴。

第1-3-11図 様々な世帯類型別に見た受益・負担構造

(2) 世代種類のネット受益・負担の変化の内訳(1994年 2015年)

(万円) (対総収入比、%)



世帯主の性別・年齢	30代・男性	30代・男性	40代・男性	40代・男性	50代・男性	50代・男性	60代・男性	70代・女性
配偶者の有無	有	有	有 (共働き)	有 (共働き)	有	有	有	無
子供の数	1人	2人	無	2人	無	1人	無	無
総収入 平均値	(-45万円)	(-49万円)	(-57万円)	(-79万円)	(-113万円)	(-123万円)	(-129万円)	(+4万円)

(備考) 総務省「全国消費実態調査」により作成。

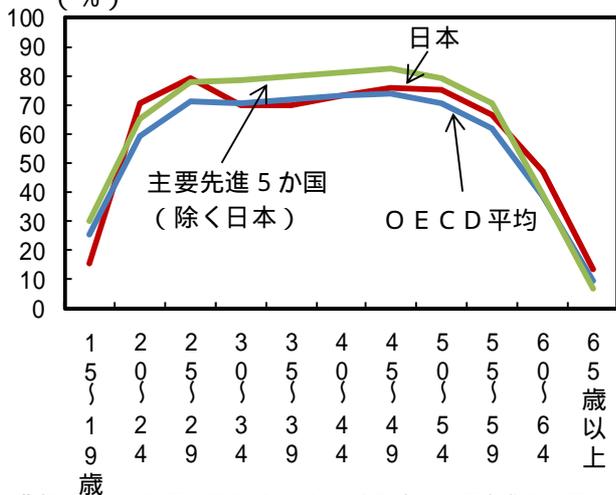
第2章 成長力強化に向けた労働市場の課題

第1節 国内労働力の更なる活用に向けた課題

- 我が国の30～40歳代の女性の労働力率はなお低めであり、活躍の余地。
- 女性のパートが先進諸国並みにフルタイム化する、もしくは出産・育児に専念している女性が労働参加すれば、総労働供給は1.5%程度増加。

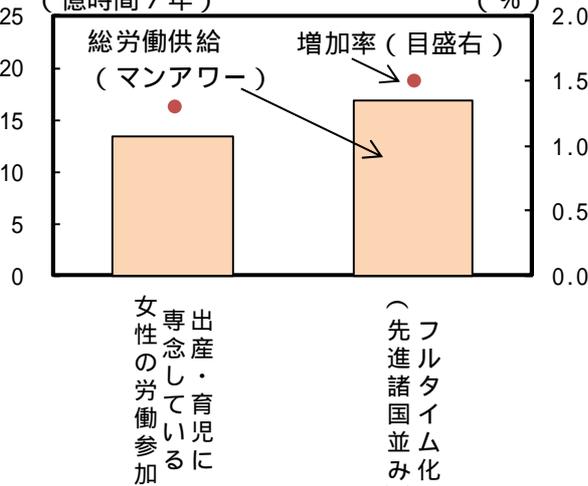
第2-1-1図 女性・高齢者の労働参加

(1) 女性の労働力率 (%)



第2-1-1図 女性・高齢者の労働参加

(2) 女性の潜在労働力 (マンアワーベース) (億時間/年) (%)

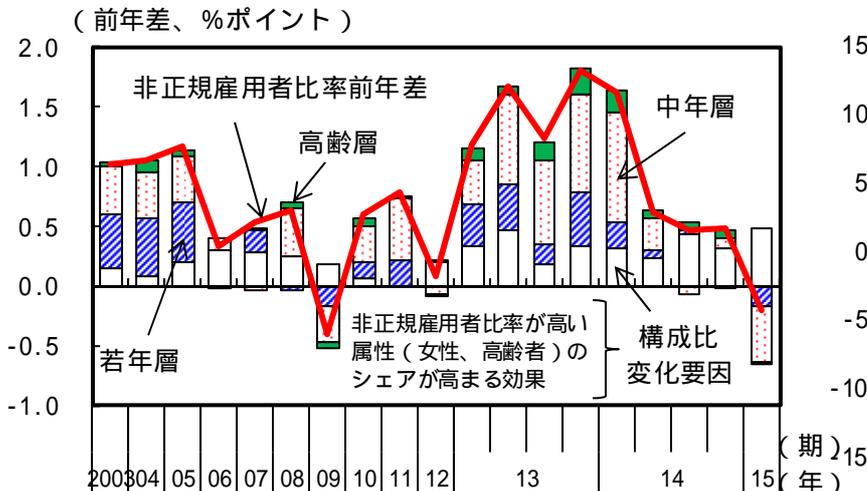


(備考) 1. (左図) OECD.Stat により作成。主要先進5 国(除く日本) は、アメリカ、英国、フランス、ドイツ。
2. (右図) OECD.Stat、総務省「労働力調査」により作成。我が国全体の総労働供給に与える影響を試算。

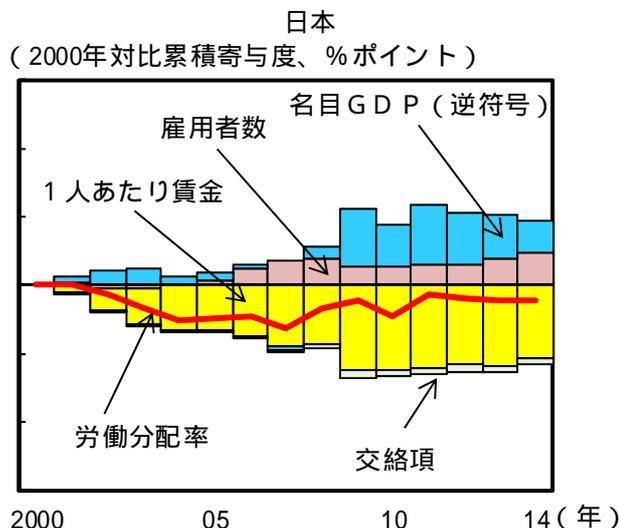
- 2013 年以降、柔軟な働き方を希望する女性や高齢者の労働参加に支えられ、就業者は増加。女性や高齢者は非正規就業が多いことから、非正規比率は上昇。足下、若年・中年層の正規化の動きから、同比率は概ね横ばい。
- 企業は、これまで名目 GDP が減少する中で、雇用の維持を図りつつ賃金水準の低い非正規雇用を拡大させること等によって、労働コストを調整。

第2-1-4図 非正規雇用の動向

(3) 非正規雇用者比率の前年差の寄与度分解



第2-1-8図 労働分配率の要因分解

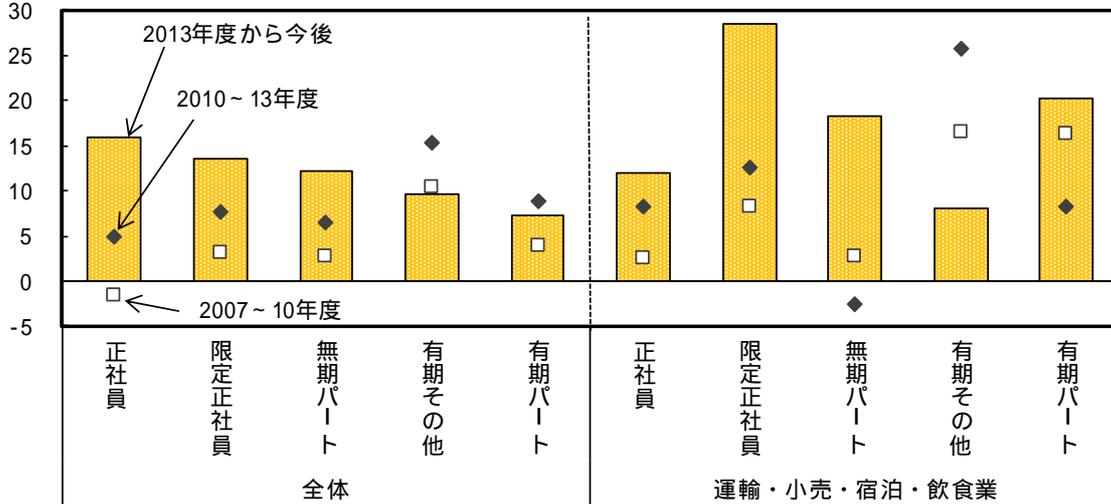


(備考) 1. (左図) 総務省「労働力調査」により作成。若年層は15～34歳、中年層は35～64歳、高齢層は65歳以上を表す。
2. (右図) OECD.Stat により作成。名目 GDP の減少は、労働分配率の押し上げ要因となるため、プラス寄与として表される。

- 労働需給が引き締まりつつある中、全体的に正社員に対する雇用スタンスは積極化。加えて、運輸・小売・宿泊・飲食業では、限定正社員や無期パートの雇用を進めることで、人材の定着を図る動きが顕著。

第2-1-10図 雇用形態別に見た企業の雇用スタンスの変化

(D I、「上昇」-「低下」、%ポイント)

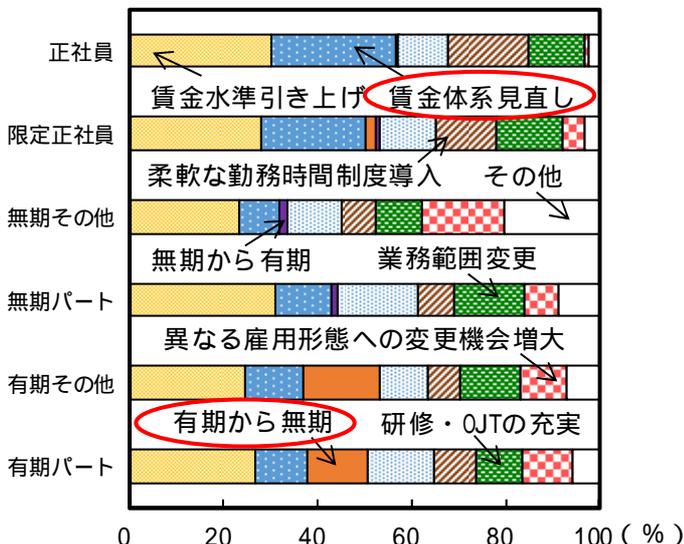


(備考) 1. 内閣府「企業の人的資本の活用に関する意識調査」により作成。
 2. 企業からの回答を以下のウェイトにより集計したD I。それぞれの雇用形態別の従業員数の構成比：大きく上昇=1、やや上昇=0.5、さほど変わらない=0、やや低下=-0.5、大きく低下=-1。

- 企業は、パート等の無期化や、正社員の能力・成果をより重視した賃金体系への見直しによって、貢献度改善を期待。教育・訓練投資の充実等を労働生産性向上に結び付けていくことが重要。
- 好業績企業は、これまで有期雇用者を増やしてきたが、先行きは正社員化や無期化を展望。人的資本の活用方法の見直し等が期待される。

第2-1-11図 人事制度・処遇に対する考え方

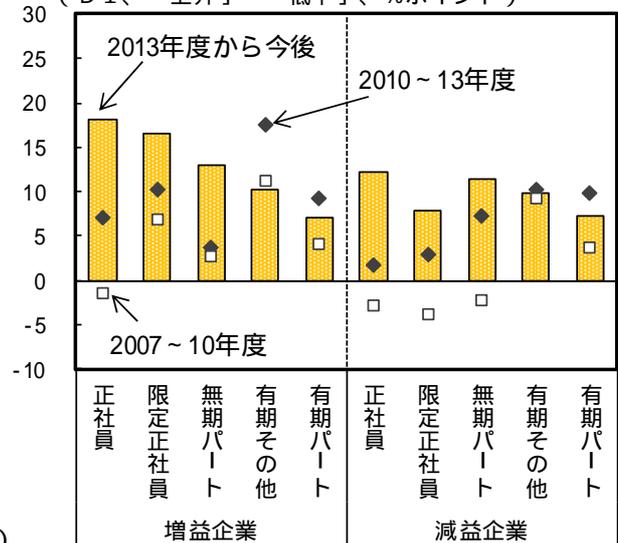
(1) 働きぶりや貢献度を改善させるために効果が大きい施策



(備考) 1. 内閣府「企業の人的資本の活用に関する意識調査」により作成。
 2. (右図) 増益/減益企業は、2013年度の経常利益が、2010年度に比べて、増加/減少した企業。

第2-1-12図 企業業績別に見た雇用スタンスの違い

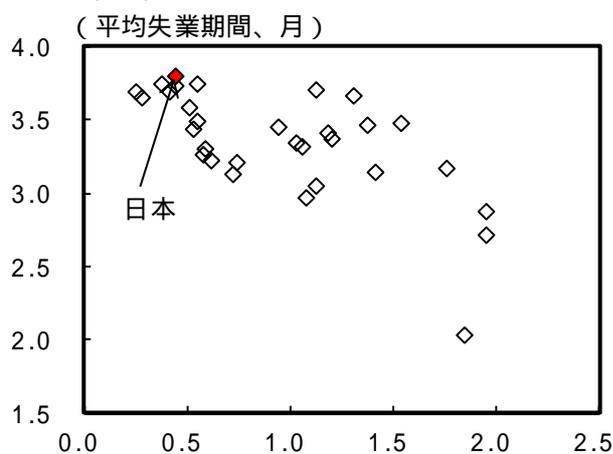
(D I、「上昇」-「低下」、%ポイント)



第2節 円滑な労働移動と経済成長

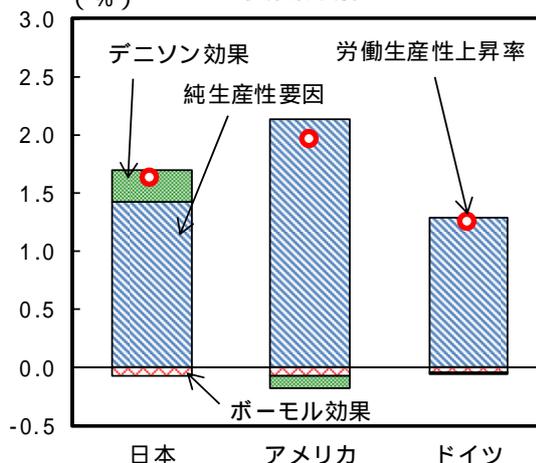
- 我が国の労働移動の規模は小さい。限りある労働力をより効率的に配置していくために、失業なき労働移動を促進していくことが求められる。
- マクロの労働生産性を高めていくためには、生産性の高い業種への労働移動だけでなく、個別産業ごとに労働生産性上昇率を高めていくことの効果が大きい。

第2-2-1図 労働移動の国際比較
(2) 平均失業期間



(備考) 1. (左図) OECD.Stat により作成。 (失業確率、%)

第2-2-3図 労働生産性上昇率の
要因分解

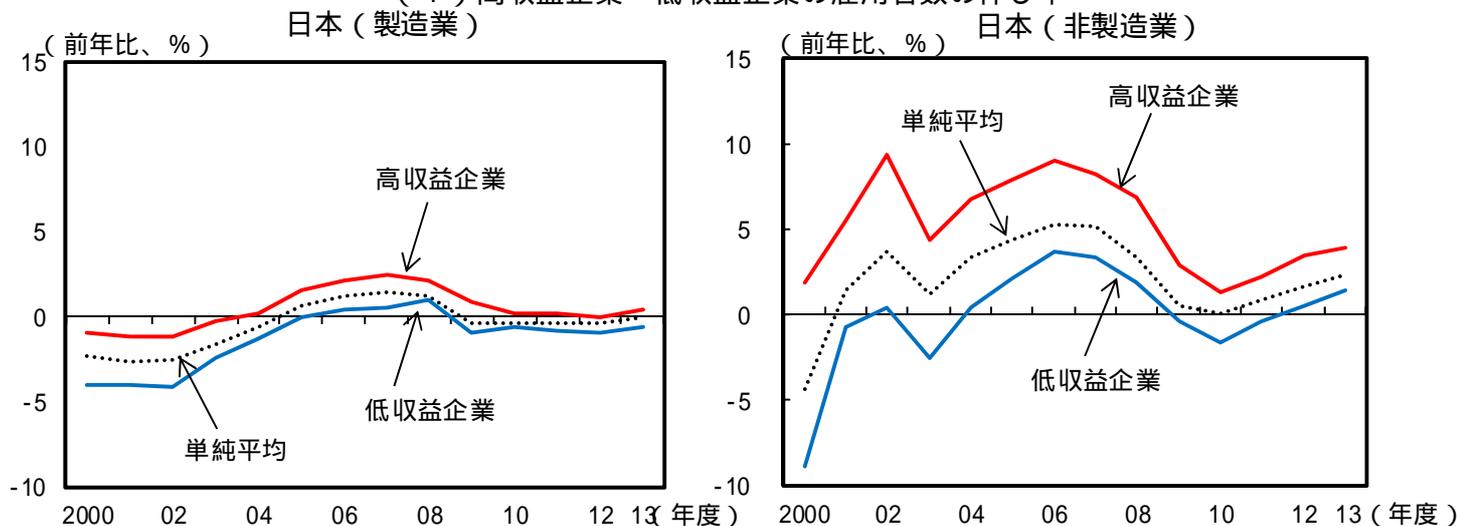


2. (右図) EUKLEMS により作成。2001年から2011年の平均値。デニソン効果は、労働生産性の高い産業の労働投入シェアが高まる効果、ボーモル効果は、労働生産性上昇率が高い業種の名目付加価値シェアが高まる効果、純生産性要因は、各業種の労働生産性上昇率が高まる効果。

- 企業単位で見ると、高収益企業(ROAが高い企業)ほど雇用者数の伸び率が高く、生産性の高い企業へと労働力がシフトしている。ただし、こうしたシフトの動きは徐々に弱まっている可能性。

第2-2-4図 企業の収益率別にみた雇用変動

(1) 高収益企業・低収益企業の雇用者数の伸び率

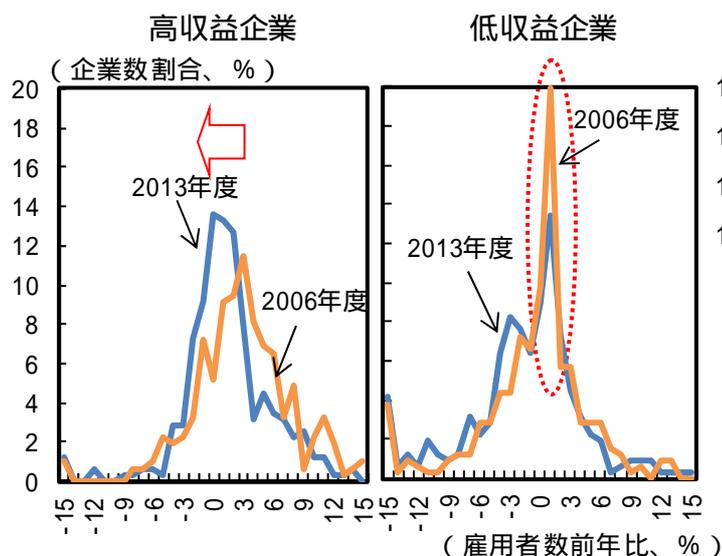


(備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”、日経NEEDS Financial Questにより作成。上場企業が対象。

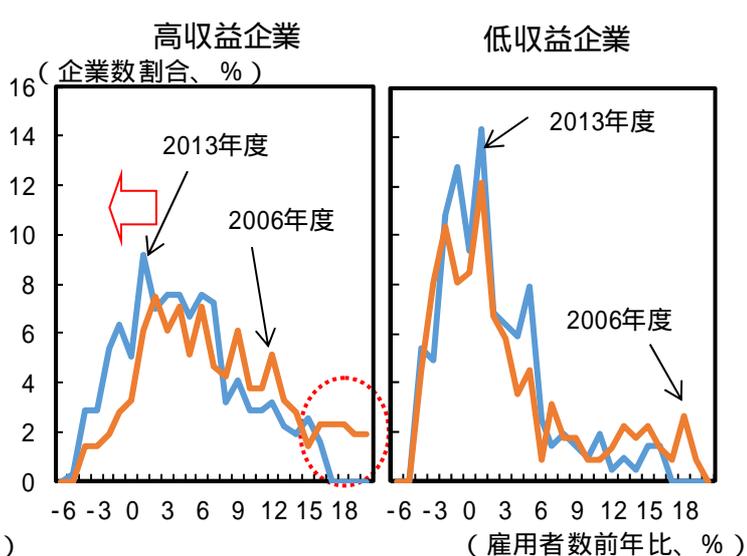
2. 高収益企業はROA上位25%、低収益企業はROA下位25%の企業を指す。製造業は、単体ベース。

- 高収益企業と低収益企業の雇用の伸び率格差の縮小は、製造業では低収益企業で雇用減少が小幅にとどまること、非製造業では新規上場企業が少なくなっていること、製造業・非製造業ともに高収益企業での雇用の伸びが小さくなっていること、が背景。労働移動の円滑化や、新規事業の創出、ミスマッチの解消等が必要。

第2-2-5図 製造業のROA別の雇用者数の伸び率の分布



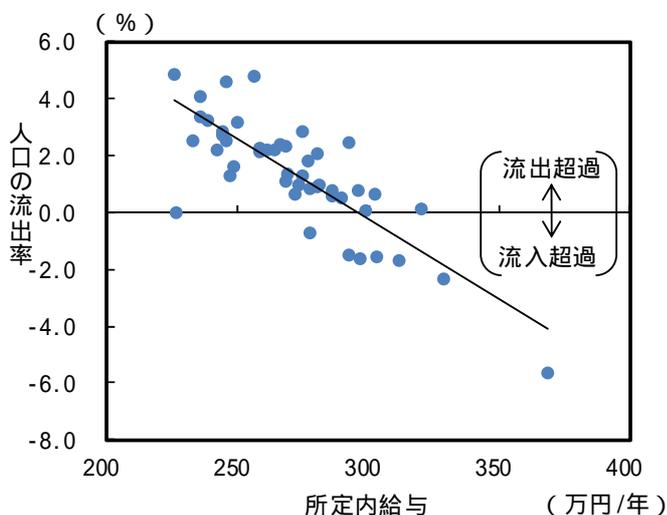
第2-2-6図 非製造業のROA別の雇用者数の伸び率の分布



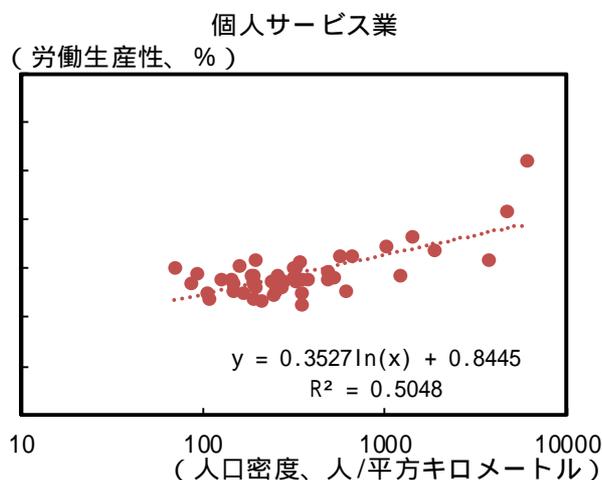
(備考) 1. Bvd社「Osiris」、日経NEEDS Financial Questにより作成。上場企業が対象。
2. 高収益企業はROA上位25%、低収益企業はROA下位25%の企業を指す。製造業は単体ベース。

- 労働生産性が伸び悩む中で、地方ほど労働需給の引締りのペースが速い。地方からの労働力の流出が続くなか、生活基盤を支える個人サービス業については、集積の効果を高めるほか、地域の特色を活かした稼ぐ力の強化が必要。

第2-2-10図 人口流出と賃金格差 (2) 都道府県別の人口流出率と賃金水準



第2-2-11図 個人サービス業の生産性と製造業の企業立地 (1) 個人サービス業の労働生産性と人口密度



(備考) 1. (左図) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」により作成。
2. (右図) 経済産業研究所「R-JIPデータベース(2012)」により作成。

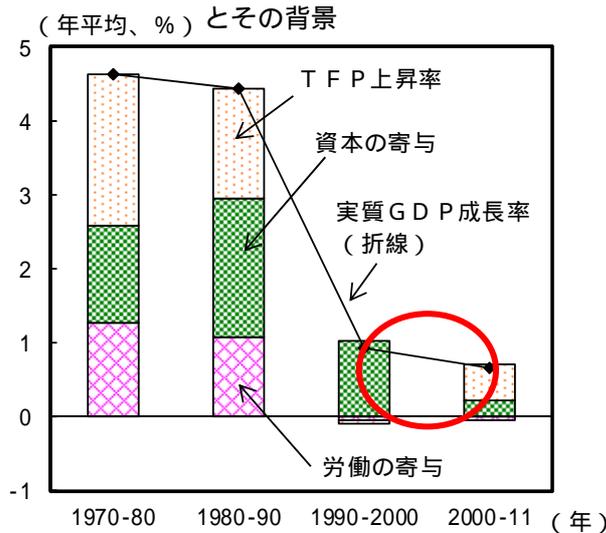
第3章 イノベーション・システムと生産性の向上

第1節 低成長下でのイノベーション活動

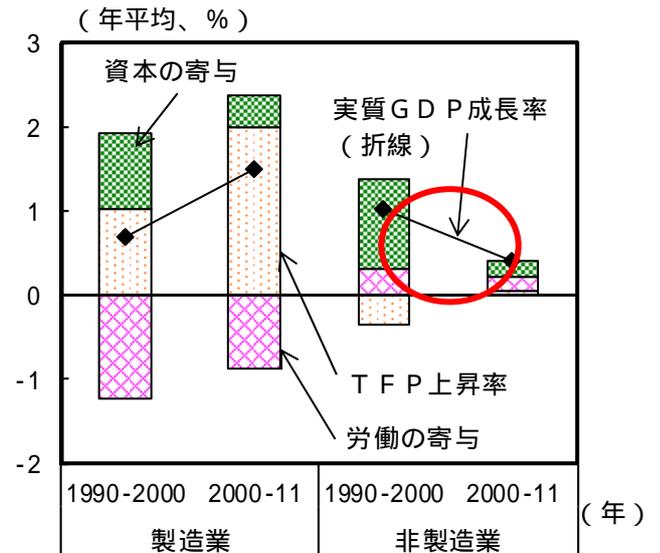
- 1990年代初以降にみられた長期的な経済停滞の背景には非製造業や中小企業を中心に生産性の伸び悩みがあった。
- 非製造業については、ICT資本の利活用の遅れが業務効率化の遅れにつながり、TFP上昇率低迷の一因となっている可能性。

第3-1-2図 成長会計分析でみる生産性の動向

(1) 1990年代以降の実質GDP成長率の低迷



(2) 製造業・非製造業別の成長率の要因分解



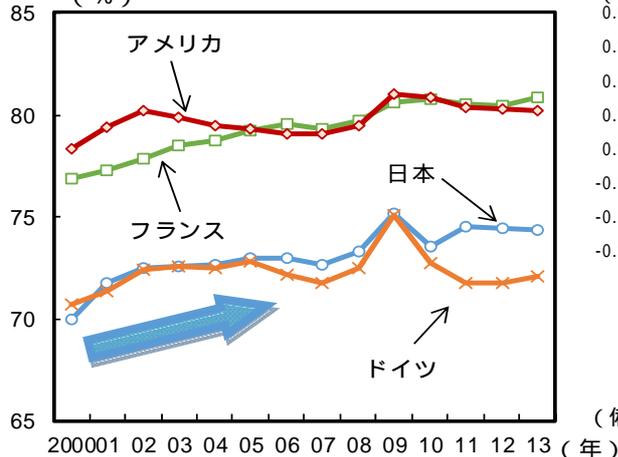
(備考) 独立行政法人経済産業研究所「JIPデータベース2014」、財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算確報」、「民間企業資本ストック」により作成。

- 先進国で共通するサービス産業(相対的に生産性上昇が低い)への経済構造のシフトが経済全体の生産性に与える影響は、この20年間をみれば限定的。
- 経済全体の生産性を高めるためには、個別産業の生産性をさらに高めていくことが重要。また、生産性上昇が高い分野への資源配分を促すことも大事。

第3-1-4図 経済に占めるサービス産業

の割合

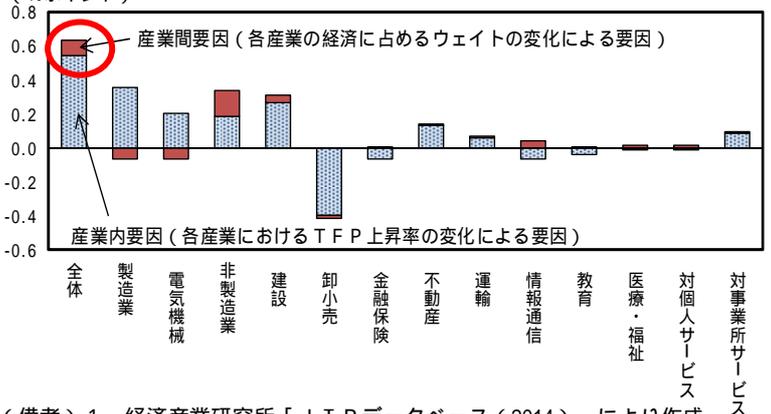
(1) 名目付加価値に占めるサービス産業の割合 (%)



(備考) 1. OECD "National Accounts"により作成。
2. 全産業に占めるサービス産業のシェア。

第3-1-6図 経済構造の変化が生産性に与える影響

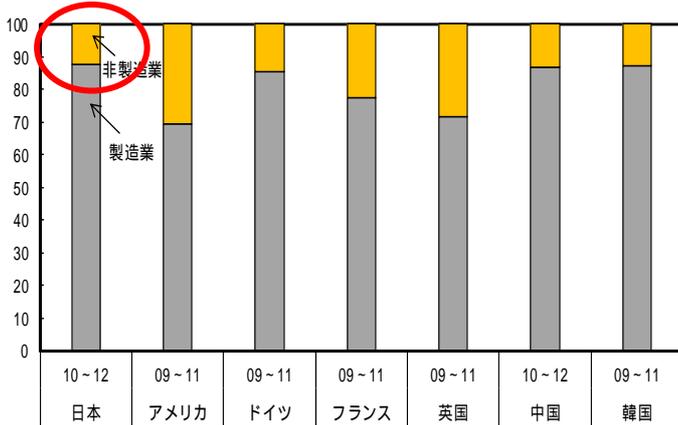
(%ポイント) 1990年代から2000年代にかけてのTFP上昇率の変化の要因分析



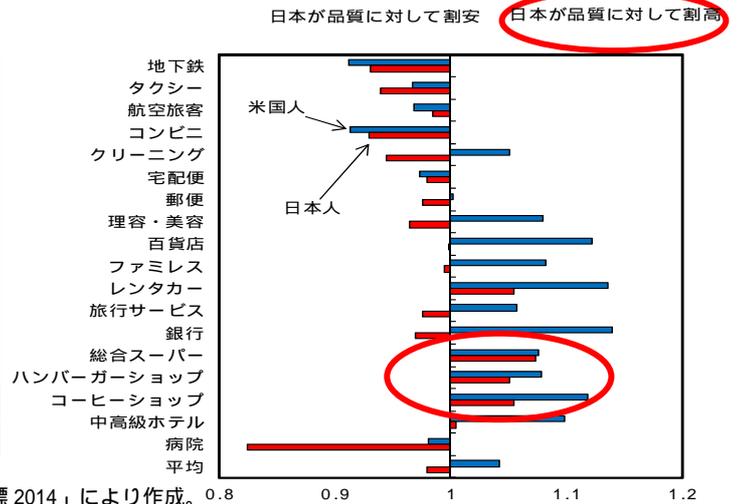
(備考) 1. 経済産業研究所「JIPデータベース(2014)」により作成。
2. 全体はマクロ(住宅・分類不明を除く)。全体以外は寄与度。
3. 全体のTFP上昇率は各業種のTFP上昇率をドマウエイト(マクロ経済全体の名目付加価値に占める各産業の名目産出額の割合)を用いて集計した値。

- サービス産業では生産性を高める余地が大きいとみられるが、ICT投資の更なる活用や諸外国に比べて低い研究開発活動の促進、経営人材の育成も重要。
- 我が国のサービス産業は、多くの分野で米国のサービス品質を上回っているとの評価。他方、スーパーやコンビニ等では品質に対して割高との評価も。

第3-1-7図 主要国における製造業と非製造業の研究開発費の割合



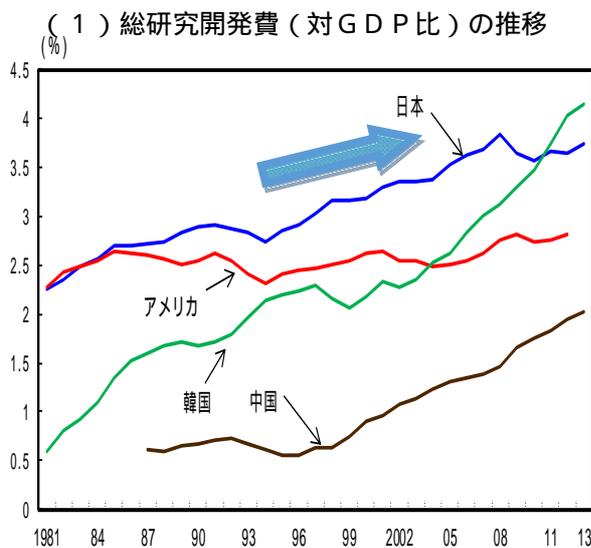
第3-1-11図 サービス分野における品質、価格の日米比較 (2) サービス価格の日米比較



(備考) (左図) 文部科学省 科学技術・学術政策研究所「科学技術指標 2014」により作成。
 (右図) 財団法人社会経済生産性本部サービス産業生産性協議会「同一サービス分野における品質水準の違いに関する日米調査報告書」により作成。調査の実施期間は、2008年～09年。

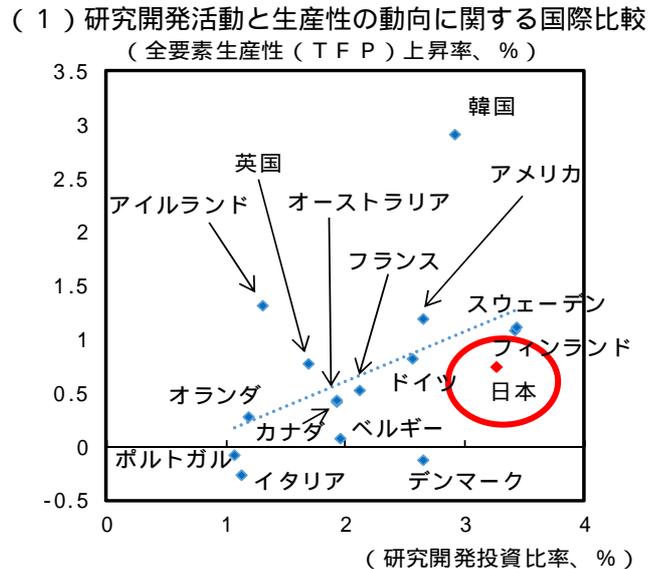
- 研究開発や特許の出願といった官民合わせた我が国全体のイノベーションへの取組は積極的。他方、イノベーションの効率性には課題も。
- イノベーションを生み出しその果実を経済成長に結び付けていく経済社会全体を視野に入れたイノベーション・システム(制度的枠組)の構築が重要。

第3-1-12図 インプット指標からみるイノベーション



(備考) 文部科学省 科学技術・学術政策研究所「科学技術指標 2014」等により作成。

第3-1-13図 アウトプット指標からみるイノベーション

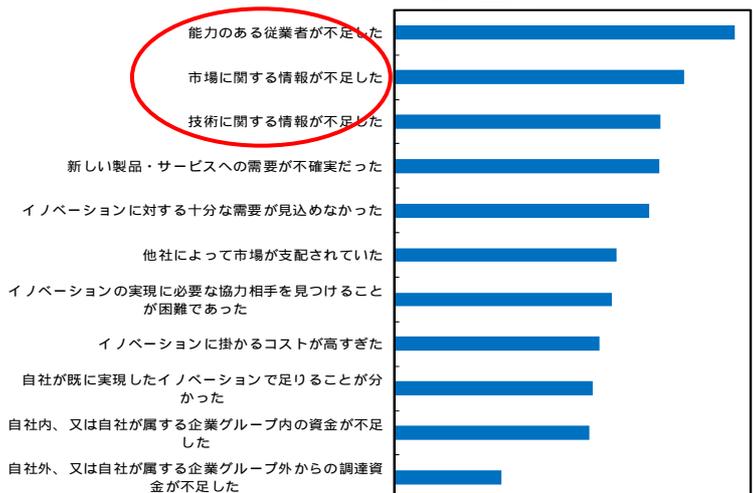


(備考) 1. OECD. Stat により作成。
 2. 研究開発投資比率は研究開発投資額の対GDP比。
 3. 2000年から2012年までの平均値。

第2節 イノベーション活動の促進に向けて

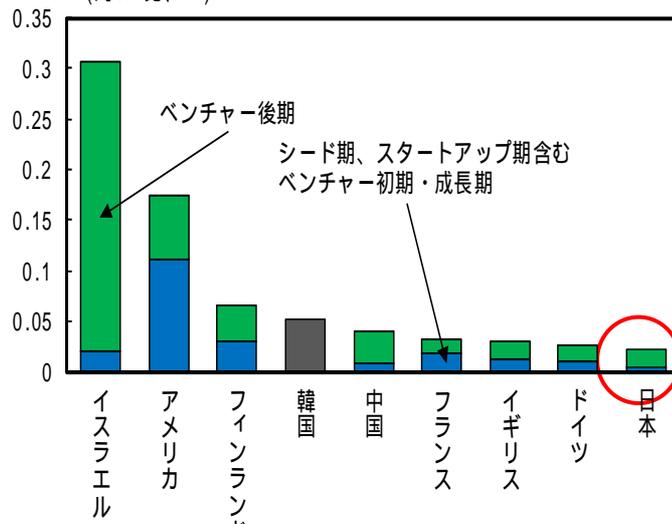
- イノベーション・システムの改善に向け、企業や業種、また産学官といった部門を超えた人材の交流が鍵となる。
- イノベーションの創出、産業の新陳代謝の促進に向け、大企業だけではなく、競争力を有する中小企業、特にベンチャー企業への成長資金の供給が重要。

第3-1-9図 イノベーションのための活動を実施しない企業にとっての阻害要因
(2) サービス産業



(備考) 1. 科学技術・学術政策研究所「第3回全国イノベーション調査報告」より作成。
2. プロダクト又はプロセス・イノベーションのための活動を実施しなかったと答えた企業における、各阻害要因についての回答のうち「決定的に阻害された」「ある程度阻害された」「わずかに阻害された」のいずれかを選択した割合を集計。

第3-2-3図
ベンチャー・キャピタル投資の動向
(1) ベンチャー・キャピタル投資 (GDP比)
の国際比較 (2010年代初)
(対GDP比、%)



(備考) 1. OECD「Economic Surveys: Japan 2015」により作成。
2. 韓国は、合計値。

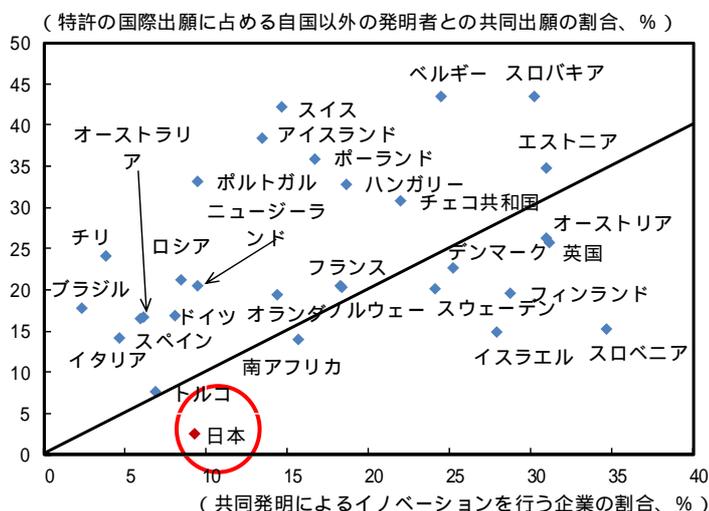
- 企業部門で資金調達された研究開発費のほとんどは企業自身で利用され、大学での研究開発に利用された割合はわずか。部門間の連携強化が重要。
- 海外との連携をみても、特許の出願に占める国際共同出願の割合が低い。オープン・イノベーションの推進に向けた取組が重要。

第3-2-4表 主体別にみる
我が国の総研究開発費の調達と利用
(1) 研究開発費の主体別調達割合と提供先

研究開発費の主体別調達割合	資金調達された研究開発費の提供先				
	政府	大学	企業	合計	
政府	18.1%	54.4%	40.2%	5.4%	100.0%
大学	5.9%	0.6%	99.3%	0.1%	100.0%
企業	75.5%	0.6%	0.5%	98.9%	100.0%
海外	0.5%	9.6%	1.6%	88.8%	100.0%

(備考) (左図) 1. 非営利の研究所も含む。
2. "OECD R&D Statistics Database"により作成。
(右図) OECD "Science, Technology and Industry Scoreboard 2013"により作成。

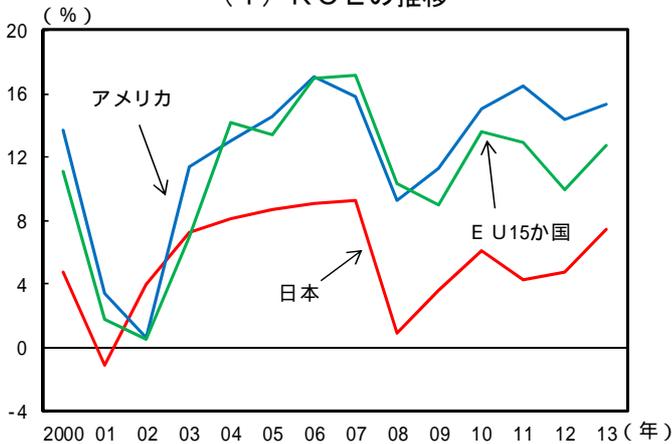
第3-2-5図 オープン・イノベーションの動向
(1) 特許の国際出願に占める国際共同出願の割合
(2010年前後の動向)



- 日本企業のROEは国際的にみても低い水準で推移。ただし、2013年以降、こうした収益力指標に改善の動き。他方、欧米と同様、日本企業でも内部留保が蓄積し、現預金の保有も増加。
- 企業価値の向上を意識した積極的な経営判断を後押しする仕組みを強化。

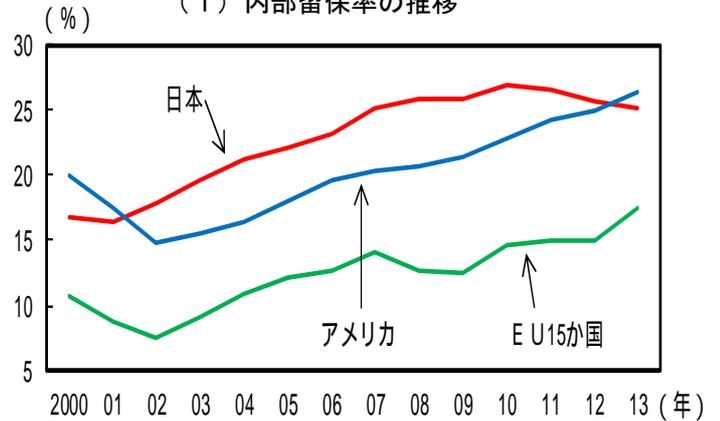
第3-2-6図 企業の収益力指標の国際比較

(1) ROEの推移



第3-2-7図 内部留保と現預金保有に関する国際比較

(1) 内部留保率の推移

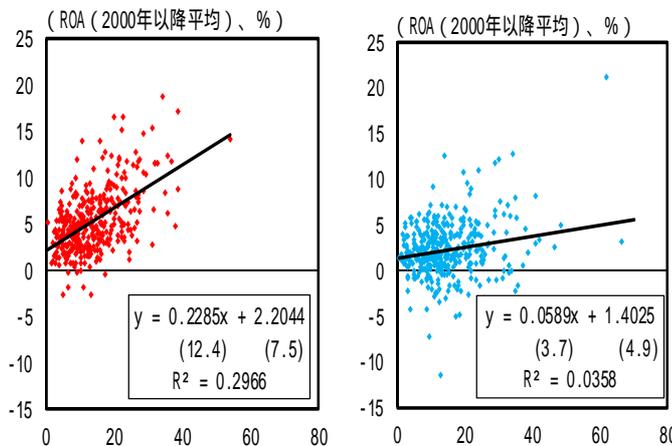


(備考) 1. BvD社 "Osiris" により作成。内部留保率 = 利益剰余金 / 総資産。
 2. EU15か国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国の15か国。

- 現預金比率と収益の関係を見ると、投資を積極的に行う企業ではより高い収益を実現する傾向。好決算を実現する企業には、保有する現預金を新規の設備投資やM&Aなどに積極的に活用し、資金効率の向上とイノベーションにつなげることが期待される。
- イノベーションの創出は、潜在需要の開拓を通じ、経済の需要面にも波及。

第3-2-8図 現預金比率とROAの関係

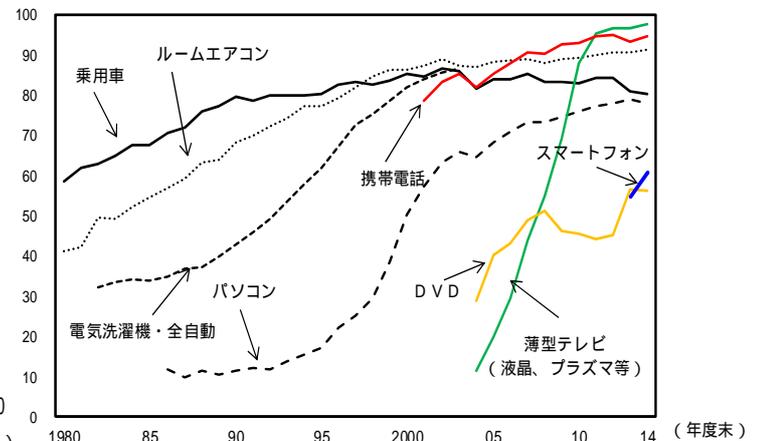
(1) 投資機会が多い企業群 (2) 投資機会が少ない企業群



第3-2-11図 イノベーションによる

新製品の登場とその普及

耐久消費財の普及率



(前年の現預金比率 (2000年以降平均)、%) (前年の現預金比率 (2000年以降平均)、%)

(備考) (備考) 内閣府「消費動向調査」により作成。
 1. BvD社 "Osiris" により作成。現預金比率 = 現金又は同額価値 / 総資産、ROA = 純利益 / 総資産。
 2. (1)、(2)の対象は、2000年～13年のROA・現預金比率・有形固定資産・総資産の値を
 取得可能な日本の上場企業1,102社。
 3. 投資機会の分類については、投資・総資産比率 = 有形固定資産増加額 / 前期総資産額の2000年以降平均(単
 純平均)が、上位3分の1のグループに入る企業群を「投資機会が多い企業群」とし、下位3分の1のグル
 ープに入る企業群を「投資機会が少ない企業群」とした。