

DP/26-9

経済財政分析ディスカッション・ペーパー

キャッシュ・コンバージョン・サイクルが
中小企業の収益性に与える影響

宮部 泰成

Economic Research Bureau

CABINET OFFICE

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付

本稿は、政策統括官（経済財政分析担当）のスタッフ及び外部研究者による研究成果を取りまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂くことを意図している。ただし、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属するものである。

目次

1. はじめに	1
2. 先行研究の整理	1
(1) CCCと収益性の関係について	1
(2) 主な先行研究	2
3. 法人企業統計からみたCCCと収益性の動向	3
4. CCCが企業の収益性に与える影響の推計	4
(1) データ	4
(2) 推計式と推計結果	5
(3) CCCの構成要素を含めた推計結果	6
(4) 資金制約の強弱別にみた推計結果	7
(5) 社長の就任経緯別にみた推計結果	8
5. まとめ	9
補論 推計で用いた変数の定義	10
参考文献	11
図表	14

キャッシュ・コンバージョン・サイクルが中小企業の収益性に与える影響*

宮部 泰成†

【要旨】

本稿では、「中小企業実態基本調査」の調査票情報をもとに、2018年度から2023年度までの45,028社からなる大規模なパネルデータを作成し、統計的に頑健な手法を用いて、企業の資金繰り負担や現金回収の効率性を示す指標であるキャッシュ・コンバージョン・サイクル（以下「CCC」という。）と企業の収益性の関係を検証した。

まず、CCCと企業の収益性の間には負の相関関係がみられ、CCCが短い企業ほど収益性が高い傾向にあることが分かった。また、CCCの構成要素のうち、棚卸資産回転期間が収益性に影響を与えることも分かった。これは、在庫管理の在り方が中小企業の収益力を左右する重要な要素であることを示唆するものである。

次に、企業の資金繰り状況によって、CCCと収益性間の関係がどのように異なるのかを確認すると、資金繰りに余裕のある企業群において、CCCの短縮により収益性が向上するという関係が明確であった。資金繰りに余裕のある企業では、CCCを短縮させて捻出した資金を、設備投資などの企業価値向上につながる事業へ投下できることが背景にあると考えられる。

さらに、経営者の属性によって、CCCと収益性間の関係がどのように異なるのかを確認した。その結果、「親族内での継承」や「グループ会社からの派遣」によって社長が就任した企業では、収益性を高める観点から、CCCを短縮させる取組が重要であることが示された。特に、「親族内での継承」によって社長が就任した企業は、近年の中小企業を対象とした本サンプル全体の過半を占めることから、こうした企業においてCCCの短縮が進んでいけば、我が国における中小企業全体の収益性も高まっていくものと考えられる。

* 本稿の作成においては、内閣府大臣官房審議官（経済財政分析担当）の茂呂賢吾氏、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）の加藤卓生氏、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）付参事官補佐の直野未悠氏から有益なコメントを頂いた。また、中小企業庁から「中小企業実態基本調査」の調査票情報の提供を頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。ただし、本稿に残された誤りは言うまでもなく筆者の責に帰すものである。また、本稿で示された見解は筆者個人によるものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

† 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）付政策調査員

1. はじめに

キャッシュ・コンバージョン・サイクル（以下「CCC」という。）とは、企業が原材料などにかかる仕入代金を支払ってから、最終製品の売上代金を回収するまでの期間を指し、一連の事業活動に伴い企業の現預金が拘束される期間を意味する（図表1）。CCCは企業の資金繰りと密接に関連しており、その動向からは企業が運転資金を効率的に管理できているか否かを読み取ることができる。一般に、大企業よりも厳しい資金調達環境に置かれることが多い中小企業にとって、CCCの持つ重要性は高いものと思われるが、日本の中小企業に焦点を当て、CCCと収益性の関係を分析する試みは、これまでなされてこなかった。そこで、本稿では「中小企業実態基本調査」の調査票情報をもとに、2018年度から2023年度までの45,028社からなるパネルデータを作成し、CCCが中小企業の収益性に与える影響を検証する。

本稿の特徴としては、①「中小企業実態基本調査」の調査票情報を用いて、45,028社（延べ59,465社）という豊富なサンプル数をもとに分析を行っている点、②新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響（以下、「感染症禍」という。）により企業行動が変容した2020年度以降の期間を含めて推計を行っている点、③企業の収益性をCCCの短縮に取り組む規律の有無と紐付けて論じている点が挙げられる。

本稿では、まず、第2節でCCCと企業の収益性に関する先行研究を整理する。第3節では、企業の集計データを用いて、平均的な企業のCCCと収益性の時系列推移を確認する。第4節では、個票データを用いた推計結果を示し、考察を行う。第5節はまとめとする。

2. 先行研究の整理

（1）CCCと収益性の関係について

企業のCCCと収益性の関係について、理論的には大きく分けて3つの可能性が存在する（Wetzel and Hofmann (2019)）。

第一に、CCCと収益性の間に負の相関関係が存在し、CCCが短い企業ほど収益性が高いというものである（図表2（1））。これは、CCCが短い企業ほど、①運転資金見合いの借入金が少ない分、資金調達コストを削減できること、②運転資金が少ない分、設備投資など企業価値向上につながる可能性のある事業へ資金を投下できることが根拠として挙げられる。

第二に、CCCと収益性の間に正の相関関係が存在し、CCCが長い企業ほど収益性が高いというものである（図表2（2））。その根拠として主張されるのは、①企業は在庫を増やすことで、在庫切れによる販売機会喪失のリスクを軽減させることができること、②顧客に対して掛け払いを容認し、支払期日を延長することにより、売上の増加が期待されることな

どである。

第三に、CCCと収益性の間に逆U字型の非線形関係が存在するというものである(図表2(3))。これは、企業ごとに収益性を最大化させるCCCの水準が存在し、CCCは長過ぎても短過ぎても収益性にはマイナスの影響を及ぼすことを意味する。

(2) 主な先行研究

CCCが企業の収益性に与える影響については、2000年頃から多くの研究で取り上げられるようになった。日本企業を対象とした実証研究としては、Wang (2002)、Nobanee et al. (2011)、Ishikawa et al. (2025) などがあり、いずれもCCCが短い企業ほど収益性が高いという結論を導いている。Wang (2002) は、1985年から1996年までの日本企業1,555社、台湾企業379社のデータをもとに、因果関係までは検証されていないものの、CCCと収益性の間には負の相関関係があり、CCCを短縮することで企業の収益性を向上させることができることを主張している。Nobanee et al. (2011) は、1990年から2004年までの東証上場企業2,318社を対象に分析を行い、Wang (2002) と同じく、CCCの短縮により企業の収益性は改善することを示した。Ishikawa et al. (2025) は、日本でソフトウェア開発・提供を行う企業125社について、2021年から2023年までのデータを分析した結果、CCCが短い企業は、限られた資源を効率的に再投資できるようになり、営業利益率の向上に寄与する可能性があることを発見した。

CCCが短い企業ほど収益性が高いという結論は、諸外国を分析対象とした多くの研究によっても裏付けられている(Garcia and Martinez (2007)、Chang (2018)、Kouaib and Haya (2024)、Johan et al. (2024)、Zhang and Yu (2025))¹。また、CCCの構成要素と収益性の関係を分析した研究も存在する。例えば、Deloof (2003) は、1992年から1996年までのベルギーの大手非金融企業1,009社を対象に、売上債権回転期間や棚卸資産回転期間を短縮することで、企業の収益性を向上させることができると結論付けている。この結果はPadachi (2006)、Garcia and Martinez (2007)、Kouaib and Haya (2024) にも支持されており、CCCが短い企業ほど収益性が高いという主張の根拠となっている。

一方、CCCが長い企業ほど収益性が高いことを示した研究も、少数派ながら存在する。Gill et al. (2010) は、米国の上場企業88社に関する2005年から2007年までのデータをもとに、CCCが長い企業、特に棚卸資産回転期間が長い企業ほど収益性が高いことを示した。Sharma and Kumar (2011)、Alarussi and Alhaderi (2018) も、CCCが長い企業ほど収益性が高いと主張している。

CCCと企業の収益性は逆U字型の非線形関係にあり、収益性を最大化させるCCCの水準が存在すると結論付けた研究も、米欧を中心に多くみられる(Baños-Caballero et al. (2014)、Aktas et al. (2015)、Afrifa and Padachi (2016)、Botoc and Anton (2017))。

¹ このほか、Mansilla-Fernández and Milgram-Baleix (2023) は、2012年から2020年までの米欧の製造業企業13,727社を対象に、CCCが長い企業ほど輸出数量が減少することを指摘している。

最近では、Kukeli et al. (2025) は 2006 年から 2015 年までの欧州企業 6,072 社のデータを、Nguyen et al. (2026) は 2019 年から 2023 年のベトナムの上場企業 649 社のデータを、Silva and Silva (2026) は 2012 年から 2022 年の欧州企業 99,646 社という大規模なデータサンプルをそれぞれ用いて、CCC と企業の収益性は逆 U 字型の非線形関係にあることを示した。

なお、収益性を最大化させる CCC の水準は企業によって異なるが、借入などによる資金調達手段が限られる企業では、そうでない企業と比べて、最適な CCC が低い水準にあることが指摘されている (Baños-Caballero et al. (2014)、Silva and Silva (2026))。

3. 法人企業統計からみた CCC と収益性の動向

企業の調査票情報を用いた分析に入る前に、「年次別法人企業統計調査」の集計データから、平均的な企業の CCC と収益性について、本稿の分析対象である中小企業に主眼を置きつつ、時系列変化を確認する²。

まず、CCC については、業種・規模を問わず、棚卸資産回転期間の動きと概ね連動しており、特に 2010 年度頃から長期化傾向にあることが分かる (図表 3)。世界金融危機後の需要低迷を経て、企業は在庫の積み増しに慎重になった一方、原材料価格が上昇した場合であっても、デフレ下においては販売価格への転嫁は容易ではなく、売上高比でみた棚卸資産回転期間の長期化につながった可能性がある。また、感染症禍となった 2020 年度頃からは、多くの企業で在庫を確保する動きが広がったことも、棚卸資産回転期間及び CCC の長期化をもたらしたと考えられる³。

次に、企業の収益性を表す指標として、総資産利益率 (ROA: 総資産に対する税引後当期純利益の比率) の推移をみると、大企業や中堅企業では、世界金融危機の影響が一巡した 2010 年度頃から明確に上昇している。その一方、中小企業では ROA の上昇ペースは緩慢であり、特に製造業・中小企業の ROA はおおむね横ばいの範囲にとどまっている (図表 4 (1))。さらに、ROA を当期純利益率 (売上高に対する税引後当期純利益の比率) と総資本回転率 (総資産に対する売上高の比率) に分解すると、中小企業では、当期純利益率が緩やかな上昇にとどまっているほか、総資本回転率は、大企業や中堅企業と同様に、1980 年度以降、低下傾向にあることが確認できる (図表 4 (2)、(3))⁴。

² 本節では、資本金 1 千万円以上 1 億円未満の企業を「中小企業」と定義する。

³ なお、買入債務回転期間の短期化も、CCC の長期化要因となっている。買入債務が減少してきた背景として、植杉 (2010) は、支払手形の発行・管理に伴う事務コストを忌避する動きが広がったこと、高度成長期以降、金融機関の貸出姿勢が次第に積極的になり、企業が買入債務に依存する必要性が低下したこと、などを指摘している。

⁴ 上場株式を多く保有する大企業では、近年の株高による含み益がバランスシートの拡大をもたらし、結果的に総資本回転率が低下した面もあるとみられるが、中小企業ではこうした影響は限定的と考えられる。

以上をまとめると、CCCの長期化にみられるように、効率的なバランスシートの管理に課題がある中で、企業の総資本回転率は低下の一途を辿り、収益性の上昇を阻害する要因となっていること、利益率の改善が限定的な中小企業ではその影響がより顕著であることが示唆される⁵。

4. CCCが企業の収益性に与える影響の推計

(1) データ

本節では、前節の問題意識をもとに、企業の調査票情報を用いて、CCCが収益性に与える影響を推計する。分析に用いたのは「中小企業実態基本調査」の直近6年間（2018年度から2023年度まで）の調査票情報である⁶。同調査には、財務諸表に関する詳細項目のほか、取引金融機関や事業承継といった幅広い内容が含まれているため、こうした定量・定性情報を組み合わせた独自のデータセットを作成し、分析を行うことが可能となる。ここでは、①法人番号を特定できる調査票が2016年度以降であること、②使用する調査項目（「借入申込みについての対応」、「社長の就任経緯」）を含む調査票が2018年度以降であることを踏まえ、期間は2018年度から2023年度までとした。「中小企業実態基本調査」では、売上高の大きな一部の企業を除きローテーションサンプリングがなされていることから、本稿においては、期間中にデータが1期以上ある企業全体を対象とするアンバランスド・パネルデータを作成した。

集計に際し、売上債権（棚卸資産、買入債務も同様）がゼロとなっている企業については、売上債権（棚卸資産、買入債務）が真に存在しない場合と、実際には存在するが未回答となっている場合が想定され、その両者を判別できないことから、分析対象からは除外した。また、現預金比率（総資産に占める現預金の比率）が0%以下や100%超といった、財務諸表の信憑性が疑われる場合についても同様に、分析対象には含めていない。

その上で、推計に使用する変数（ROA、CCC、負債比率、総資産、有形資産比率）について、各年・業種ごとに、上下それぞれ5%ずつに該当する企業は、外れ値として分析対象から除外している⁷。最終的に、推計に使用したサンプル企業数は45,028社（延べ59,465社）となった。

サンプル企業の特徴としては、資本金1千万円未満の企業が約2割存在する一方、前節で「中小企業」と定義した資本金1千万円以上1億円未満の企業が7割以上を占めているこ

⁵ 内閣府（2025）も、企業のバランスシートに焦点を当て、特に中小企業において保守的な経営が進んだ結果、現預金の拡大や投資の抑制が進み、資本効率が低下した点を指摘している。

⁶ 「中小企業実態基本調査」における調査対象は、資本金5千万円-3億円以下（業種により基準が異なる）又は従業員50人-300人以下（業種により基準が異なる）の企業。本稿では個人企業をサンプルから除外している。

⁷ 使用する変数は、Kukeli et al.（2025）、Silva and Silva（2026）などを参考にした。計算方法などの詳細は補論にまとめている。

とが挙げられる（図表5（1））。また、業種の構成比をみると、製造業（約45%）、卸売業・小売業（約25%）、サービス業（約15%）の順となっており、時系列で大きな変化はないことが分かる（図表5（2））。さらに、サンプル企業のROA、CCC、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、買入債務回転期間の平均値は、前節の法人企業統計からみた中小企業の全体的な姿とおおむね一致していること、推計で用いる各変数の間に強い相関関係は認められないことも確認できる（図表6）。

（2）推計式と推計結果

まず、企業のCCCと収益性の間にはどのような関係が存在するのかを検証する。具体的には、ROAを被説明変数とし、説明変数にCCC、負債比率（*Lev*）、総資産（*Size*）、有形資産比率（*Tan*）を含めた（1）～（4）式を推計する⁸。

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Tan_{i,t} + \gamma_i + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \gamma_i + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 CCC_{i,t}^2 + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Tan_{i,t} + \sum_m \gamma_i^m Industry_i^m + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \sum_m \gamma_i^m Industry_i^m + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

なお、（1）式と（3）式でCCC（2乗値）を説明変数に加えているのは、CCCとROAの間に非線形関係が存在するか否かを検証するためであり、両者の間に逆U字型の非線形関係が存在する場合、CCC（2乗値）の係数はマイナスとなるはずである。また、ここでは、Deloof（2003）などの先行研究に倣い、年度ダミーを含めた固定効果モデル（（1）式、（2）式）と、年度ダミー、業種ダミーを含めたプーリング回帰モデル（（3）式、（4）式）の推計結果を報告する（図表7（1））。各変数の定義や計算方法は、補論にまとめている。

⁸ 第2節でみたように、多くの先行研究では、CCCを収益性の決定要因として位置付けている。他方、Nastiti et al.（2019）やCzerwonka and Jaworski（2023）などのように、CCCや運転資本の決定要因を検証するために、収益性や売上高成長率といった変数を説明変数に加えた研究も存在する。

推計結果をみると、第一に、CCC（2乗値）の係数は、プーリング回帰モデル（(3)式）ではマイナスで統計的に有意となっているものの、各企業の特徴等が考慮され、推計結果がより頑健となる固定効果モデル（(1)式）では有意となっていない。これに対して、CCC（2乗値）を説明変数に含めない推計式では、固定効果モデル（(2)式）、プーリング回帰モデル（(4)式）ともに、CCCの係数はマイナスで統計的に有意となっている。これは、2018～2023年度における日本の中小企業をデータサンプルとした本分析では、CCCとROAは負の線形関係にあり、CCCが短い企業ほどROAが高いという関係を強く示唆する結果になったと解釈できる。

第二に、負債比率（*Lev*）の係数はいずれもマイナスで、かつ統計的に有意となっている。これは、Kukeli et al. (2025)、Silva and Silva (2026)をはじめとする多くの先行研究でも示されているように、負債比率が低い企業ほど収益力が高いことを示唆している。

第三に、総資産（*Size*）の係数はいずれもプラスで、かつ統計的に有意となっている。先行研究においては、対象とするサンプル企業によって推定値の符合は異なっているが、日本の中小企業を対象とした本稿では、資産規模の大きい企業ほど収益力が高いという結果が得られた。

第四に、有形資産比率（*Tan*）の係数はいずれもマイナスで、統計的に有意となっている。有形固定資産は、企業が事業を行う上で不可欠な資産である一方、恒常的に維持費や減価償却費が発生することが多い（Kukeli et al. (2025)）。その結果、有形資産比率の高い企業ほど損益上の償却負担が重くなり、収益性は低くなりやすい傾向があると考えられる。

（3）CCCの構成要素を含めた推計結果

前項の推計結果から、CCCが短い企業ほど収益性が高い傾向にあることが分かったが、CCCの構成要素のうち、売上債権回転期間（*RTP*）、棚卸資産回転期間（*ITP*）、買入債務回転期間（*PTP*）のいずれが影響しているのだろうか。この点を確認するため、CCCの代わりにそれぞれの回転期間を説明変数に加えた（5）～（10）式を推計する。

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 RTP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \gamma_i + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ITP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \gamma_i + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 PTP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \gamma_i + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 RTP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \sum_m \gamma_i^m Industry_i^m + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ITP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \sum_m \gamma_i^m Industry_i^m + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 PTP_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \sum_m \gamma_i^m Industry_i^m + \sum_t \delta_t Year_t + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

ここでも、前項と同様に、固定効果モデル（(5)～(7)式）とプーリング回帰モデル（(8)～(10)式）の推計結果を報告する（図表7（2））。売上債権回転期間（*RTP*）、棚卸資産回転期間（*ITP*）、買入債務回転期間（*PTP*）の係数に注目すると、棚卸資産回転期間（*ITP*）の係数のみが、固定効果モデルとプーリング回帰モデルのいずれにおいても、マイナスで統計的に有意となっている。これは、CCCのうち、特に棚卸資産回転期間と収益性が密接な関係にあり、棚卸資産回転期間が短い企業ほど収益性が高い傾向にあることを示している。

なお、それ以外の説明変数については、いずれも前項と同様の推計結果が得られた。負債比率（*Lev*）の係数はマイナス、総資産（*Size*）の係数はプラス、有形資産比率（*Tan*）の係数はマイナスで、それぞれ統計的に有意となっていることが確認できる。

また、サンプル企業を製造業と非製造業に分けて推計を行った場合も、棚卸資産回転期間（*ITP*）の係数がマイナスで有意であるという結論は変わらない（図表7（3））。以上の推計結果は、製造業、非製造業を問わず、在庫管理の在り方が企業の収益性に重要な影響を与えていることを示唆するものである⁹。

（4）資金制約の強弱別にみた推計結果

前項までの推計結果から、CCC、特に棚卸資産回転期間が短い企業ほど収益性が高い傾向にあることが分かった。これは、企業規模や業種などをコントロールした上で、CCCが短く収益性が高い企業と、CCCが長く収益性が低い企業が存在することを意味する。CCCが短い企業ほど収益性が高い傾向にあるのは、先行研究が指摘するように、所要運転資金の減少により、設備投資など企業価値向上につながる可能性のある事業へより多くの資金を投下できるため、といった理由が考えられるが、ここではどのような要因によりCCCを

⁹ 図表1から明らかなように、棚卸資産回転期間を短縮するためには、原材料等の調達から販売までの時間をできるだけ短くすることが求められる。こうした時間の概念と原価計算の考え方を結びつけた研究として、山本（2012）、終・上總（2017）などがある。

短縮させる規律が働くかのメカニズムに着目する。

まず、本項では、企業の資金繰り状況によって、CCCと収益性との関係がどのように異なるのかを確認する。具体的には、調査項目のうち「借入申込みについての対応」に着目し、「申込額を減額された」、「申込みを拒絶された」、「借入を申し込んでも断られると考え、申込みを行っていない」と回答した企業を①「資金制約が強い企業」と定義し、「申込額どおり借りられた」、「増額セールスを受けた」、「借入の必要がなかったため、申込みを行っていない」と回答した企業を②「資金制約が弱い企業」と定義した。なお、「不明・無回答」の企業は、本項の推計対象からは除外した。その上で、①「資金制約が強い企業」と②「資金制約が弱い企業」の2グループに分けて、前掲の(2)式、及び(5)～(7)式の推計を行った。

推計結果(図表7(4))をみると、CCCの係数は①「資金制約が強い企業」では統計的に非有意となった一方、②「資金制約が弱い企業」では、前項までの推計と同様にマイナスで有意となった。また、「資金制約が弱い企業」において、収益性に有意な影響を与えるCCCの構成要素はやはり棚卸資産回転期間(ITP)であり、滞留在庫の少ない企業ほど収益性が高い可能性を示唆している。「資金制約が弱い企業」では、CCCを短縮させて捻出した資金を設備投資などの企業価値向上につながる事業へ資金を投下できる一方、「資金制約が強い企業」は日々の資金繰りを最優先とした経営を行わざるを得ない中で、そうした成長投資に資金を投下するのは困難であることが背景にあると考えられる。

(5) 社長の就任経緯別にみた推計結果

本項では、前項に続き、企業の属性によってCCCを短縮させる規律にどのような違いがみられるのか、別の角度から検証する。具体的には、調査項目のうち「社長の就任経緯」に着目し、①「創業者」、②「親族内での継承」、③「社内人材の昇格」、④「グループ会社からの派遣」、⑤「外部からの招へい」に分けて、前掲の(2)式を推計した。なお、「その他」と回答した企業は、本項の推計対象からは除外した。

ここでも、CCCの係数に注目すると、②「親族内での継承」、④「グループ会社からの派遣」によって社長が就任した企業では、マイナスで統計的に有意となっており、前項までの全体推計と同様、収益性を高める観点からは、CCCを短縮させる取組が重要であることを示している(図表7(5))。特に、「親族内での継承」によって社長が就任した企業は、近年の中小企業を対象とした本サンプル全体の過半を占めることから、こうした企業においてCCCの短縮が進んでいけば、我が国における中小企業全体の収益性も高まっていくものと考えられる。

なお、①「創業者」、③「社内人材の昇格」、⑤「外部からの招へい」によって社長が就任した企業では、CCCの係数は統計的に有意とならなかった。中小企業の経営体制において社長が果たす役割は大きいと思われるが、社長の就任経緯によって社内のガバナンスの在り方が違うことが示唆される。

5. まとめ

本稿では、「中小企業実態基本調査」の調査票情報をもとに、2018年度から2023年度までの45,028社からなる大規模なパネルデータを作成し、CCCが企業の収益性に与える影響を検証した。

まず、CCCと企業の収益性の間には負の相関関係がみられ、CCCが短い企業ほど収益性が高い傾向にあることが分かった。また、CCCの構成要素のうち、棚卸資産回転期間が収益性に影響を与えることも分かった。こうした結果は、Wang (2002) や DeLoof (2003) をはじめとする先行研究と概ね整合的である。

次に、企業の資金繰り状況によって、CCCと収益性との関係がどのように異なるのかを確認すると、資金繰りに余裕のある企業群において、CCCの短縮により収益性が向上するという関係が明確であった。資金繰りに余裕のある企業では、CCCを短縮させて捻出した資金を、設備投資などの企業価値向上につながる事業へ投下できることが背景にあると考えられる。

さらに、経営者の属性によって、CCCと収益性との関係がどのように異なるのかを確認した。その結果、「親族内での継承」や「グループ会社からの派遣」によって社長が就任した企業では、収益性を高める観点から、CCCを短縮させる取組が重要であることが示された。特に、「親族内での継承」によって社長が就任した企業は、近年の中小企業を対象とした本サンプル全体の過半を占めることから、こうした企業においてCCCの短縮が進んでいけば、我が国における中小企業全体の収益性も高まっていくものと考えられる。

CCCが企業の収益性に与える影響については、これまで多くの研究で取り上げられてきたが、本稿では日本の中小企業を対象として、45,028社（延べ59,465社）という豊富なサンプル数をもとに分析を行っている点、感染症禍により企業行動が変容した2020年度以降の期間を含めて推計を行っている点に特徴がある。加えて、企業の収益性をCCCの短縮に取り組む規律の有無と紐付けて論じた先行研究は、筆者の知る限り存在せず、本稿独自の視点を提供するものである。

最後に、留意点として、本稿では単一企業の分析に焦点を当てており、サプライチェーン内の相互作用などは考慮していない。この点、Wetzel and Hofmann (2019) では、複数の企業群からなるサプライチェーンネットワークを特定した上で、CCCと収益性に関する分析を行い、単一企業の枠を超えて、サプライチェーン全体でCCCを最適化することの重要性を指摘している。こうした分析を日本企業について行うことは、データの制約上、ハードルが高いと思われるが、今後はこのような観点を含め、幅広い角度から企業のCCCに関する知見の蓄積が進むことが期待される。

補論 推計で用いた変数の定義

変数名	定義・計算方法等
ROA (%) (ROA)	税引後当期純利益/総資産
α	定数項
ε	誤差項
CCC (か月) (CCC)	売上債権回転期間+棚卸資産回転期間-買入債務回転期間
CCC (か月、2乗) (CCC ²)	(売上債権回転期間+棚卸資産回転期間-買入債務回転期間) ²
売上債権回転期間 (か月) (RTP)	(受取手形・売掛金) / (売上高/12)
棚卸資産回転期間 (か月) (ITP)	(棚卸資産) / (売上高/12)
買入債務回転期間 (か月) (PTP)	(支払手形・買掛金) / (売上高/12)
負債比率 (%) (Lev)	負債/総資産
総資産 (千円、対数値) (Size)	—
有形資産比率 (%) (Tan)	有形固定資産/総資産
業種ダミー (Industry ^m)	該当企業が属する業種 ^m で1、その他の業種では0をとるダミー変数
年度ダミー (Year)	該当する年度で1、その他の年度では0をとるダミー変数

なお、i は企業、t は年度をそれぞれ表す。

参考文献

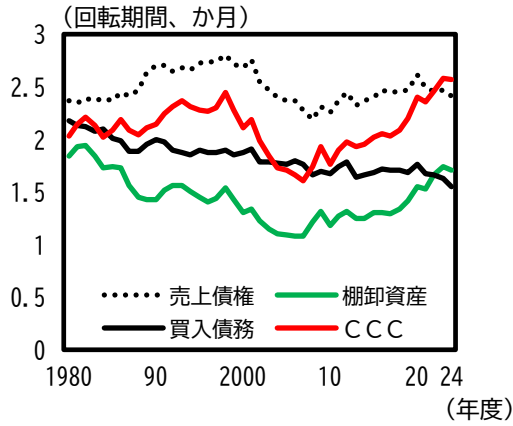
- 植杉威一郎 (2010) 「企業間信用は企業の資金繰りに役立つのか」 RIETI コラム 2010年10月
- 内閣府 (2025) 『令和7年度年次経済財政報告』
- 椋紫乃・上總康行 (2017) 「製造現場における改善効果測定と2種類の時間概念」 『原価計算研究』 Vol.41(1), 76-89.
- 山本宣明 (2012) 「キャッシュ・コンバージョン・サイクルと原価計算」 『LEC 会計大学院紀要』 第10号, 47-62.
- Afrifa, G. A., and Padachi, K. (2016) “Working capital level influence on SME profitability,” *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(1), 44-63.
- Aktas, N., Croci, E., and Petmezas, D. (2015) “Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments,” *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- Alarussi, A. S., and Alhaderi, S. M. (2018) “Factors affecting profitability in Malaysia,” *Journal of Economic Studies*, 45(3), 442-458.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., and Martínez-Solano, P. (2014) “Working capital management, corporate performance, and financial constraints,” *Journal of business research*, 67(3), 332-338.
- Boțoc, C., and Anton, S. G. (2017) “Is profitability driven by working capital management? Evidence for high-growth firms from emerging Europe,” *Journal of Business Economics and Management*, 18(6), 1135-1155.
- Chang, C. C. (2018) “Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence,” *International Review of Economics and Finance*, 56, 568-581.
- Czerwonka, L., and Jaworski, J. (2023) “Determinants of working capital management in small and medium enterprises: Evidence from Central and Eastern Europe,” *Journal of International Studies*, 16(2), 162-180.
- Deloof, M. (2003) “Does working capital management affect profitability of Belgian firms?,” *Journal of business finance & Accounting*, 30(3 - 4), 573-588.

- García - Teruel, P. J., and Martínez - Solano, P. (2007) "Effects of working capital management on SME profitability," *International Journal of managerial finance*, 3(2), 164-177.
- Gill, A., Biger, N., and Mathur, N. (2010) "The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States," *Business and economics journal*, 10(1), 1-9.
- Gitman, L. J., Juchau, R., and Flanagan, J. (2015) *Principles of managerial finance*, Pearson Higher Education AU.
- Ishikawa, T., Gemba, K., and Oda, T. (2025) "The influence of cash conversion cycle on profitability: A quantitative analysis of Japanese software firms," *Access Journal*, 6(1), 84-102.
- Johan, S., Kayani, U. N., Naeem, M. A., and Karim, S. (2024) "How effective is the cash conversion cycle in improving firm performance? Evidence from BRICS," *Emerging Markets Review*, 59, 101114.
- Kouaib, A., and Bu Haya, M. I. (2024) "Firm Performance of Saudi Manufacturers: Does the Management of Cash Conversion Cycle Components Matter?," *Journal of Risk and Financial Management*, 17(1), 16.
- Kukeli, A., Widner, B., Deari, F., Sargsyan, G., and Barbuta-Misu, N. (2025) "Firm profitability and economic crises: The non-linear role of the cash conversion cycle," *International Journal of Financial Studies*, 13(2), 86.
- Mansilla-Fernández, J. M., and Milgram-Baleix, J. (2023) "Working capital management, financial constraints and exports: evidence from European and US manufacturers," *Empirical Economics*, 64(4), 1769-1810.
- Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., and Supramono, S. (2019) "The determinants of working capital management: the contextual role of enterprise size and enterprise age," *Business, Management and Economics Engineering*, 17(2), 94-110.
- Nguyen, Q. N., Nguyen, T. T., and Nguyen, T. Y. (2026) "WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND FIRM PROFITABILITY: IMPLICATIONS FOR FINANCIAL SUSTAINABILITY IN VIETNAM," *Veredas do Direito*, 23(2), e234245-e234245.

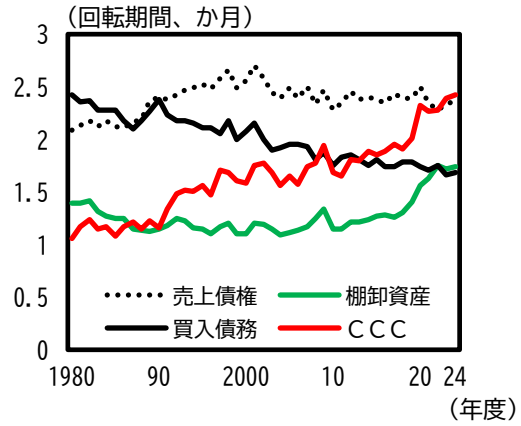
- Nobanee, H., Abdullatif, M., and AlHajjar, M. (2011) "Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms," *Asian review of accounting*, 19(2), 147-156.
- Padachi, K. (2006) "Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms," *International Review of business research papers*, 2(2), 45-58.
- Sharma, A. K., and Kumar, S. (2011) "Effect of working capital management on firm profitability: Empirical evidence from India," *Global business review*, 12(1), 159-173.
- Silva, F., and Silva, S. (2026) "Working Capital Management and Corporate Performance: The Role of Financial Constraints," *International Review of Economics & Finance*, 104926.
- Wang, Y. J. (2002) "Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan," *Journal of multinational financial management*, 12(2), 159-169.
- Wetzel, P., and Hofmann, E. (2019) "Supply chain finance, financial constraints and corporate performance: An explorative network analysis and future research agenda," *International Journal of Production Economics*, 216, 364-383.
- Zhang, X., and Yu, Z. (2025) "Supply chain resilience, cash conversion cycle, and E-commerce firm performance," *Finance Research Letters*, 108601.

図表3 キャッシュ・コンバージョン・サイクルの長期推移

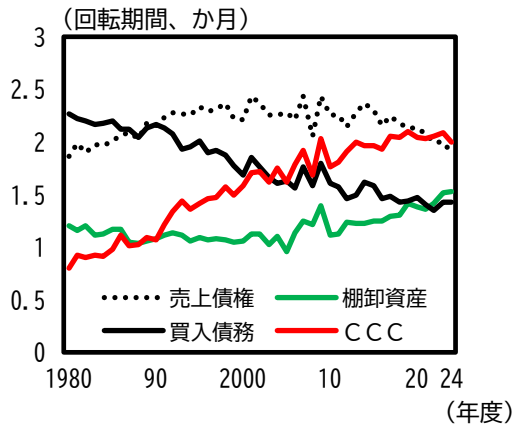
(1) 製造業・大企業



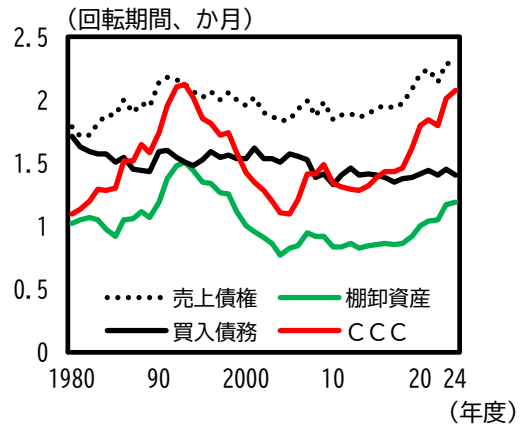
(2) 製造業・中堅企業



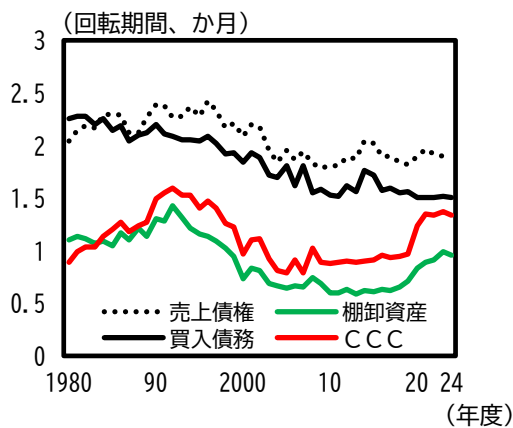
(3) 製造業・中小企業



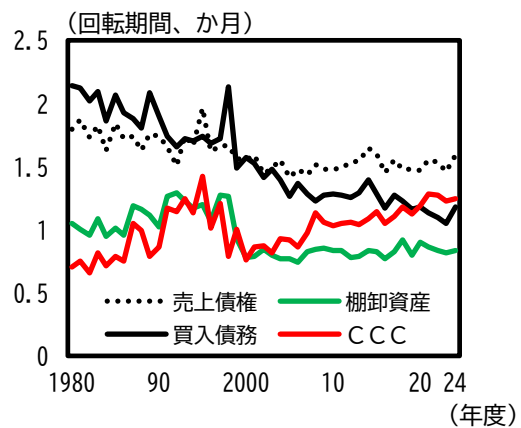
(4) 非製造業・大企業



(5) 非製造業・中堅企業



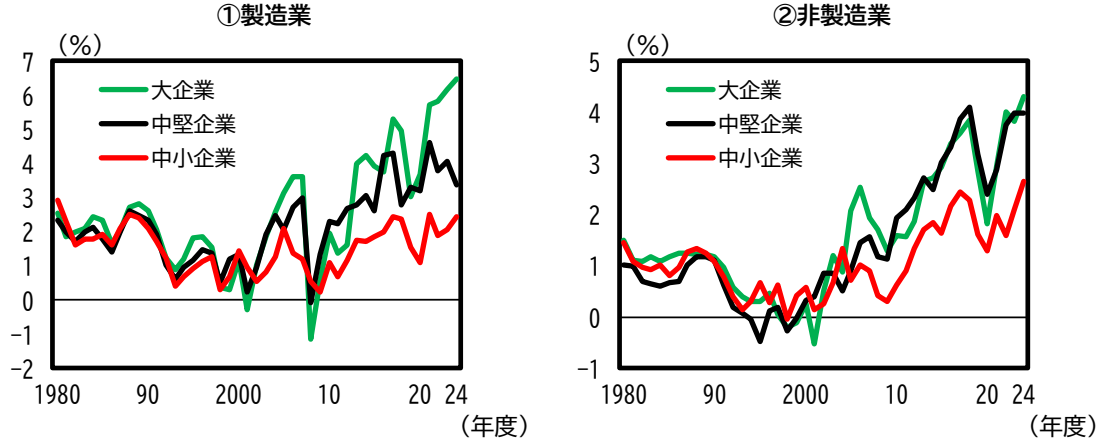
(6) 非製造業・中小企業



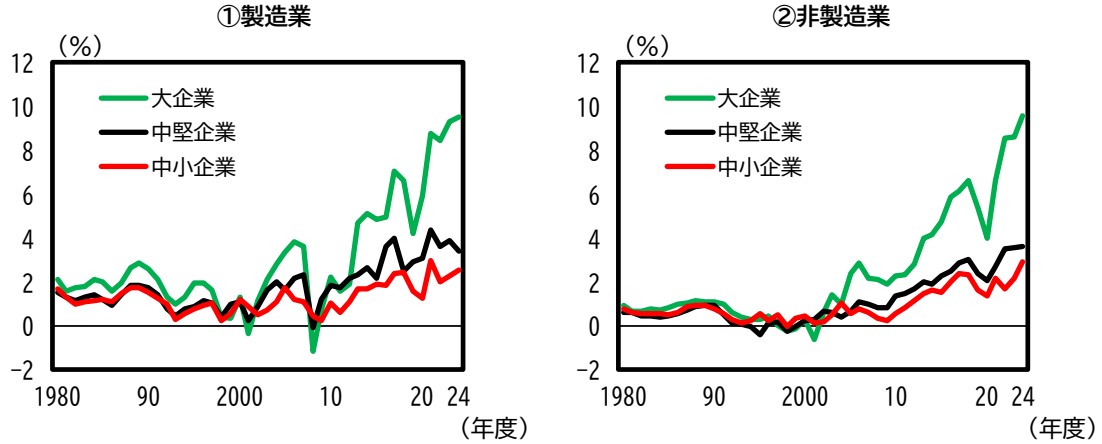
(備考) 1. 財務省「年次別法人企業統計調査」により作成。
2. 大企業：資本金10億円以上、中堅企業：資本金1億円以上10億円未満、中小企業：資本金1千万円以上1億円未満として集計。
3. $CCC = \text{売上債権回転期間} + \text{棚卸資産回転期間} - \text{買入債務回転期間}$ として計算。

図表4 ROAと当期純利益率、総資本回転率の長期推移

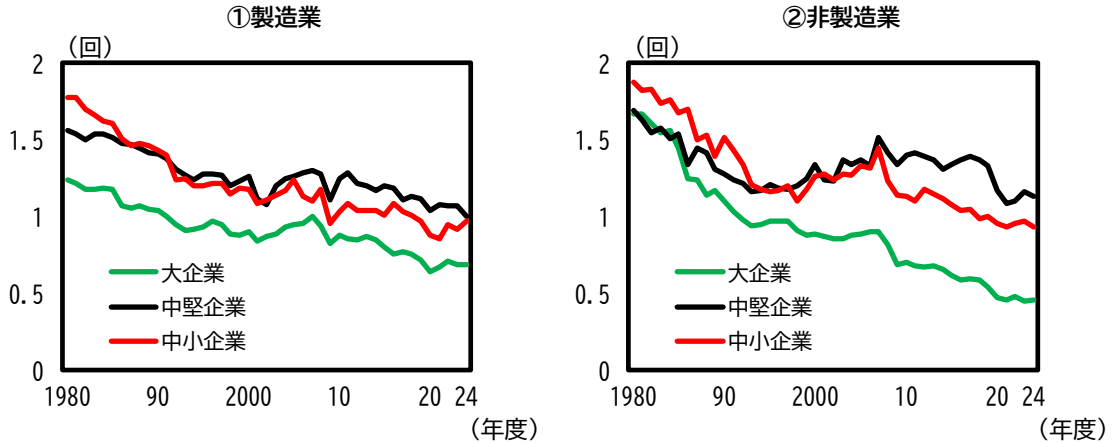
(1) ROA



(2) 当期純利益率

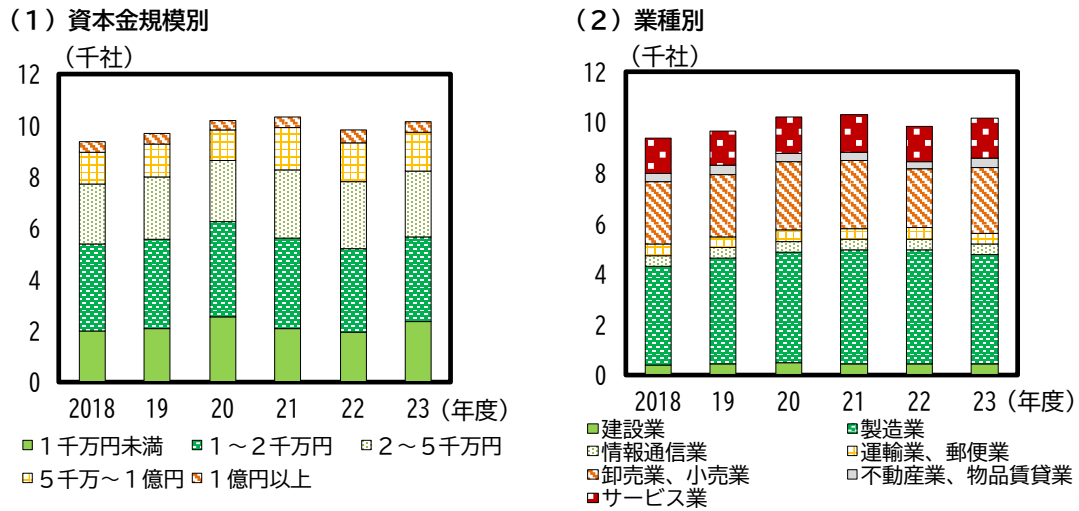


(3) 総資本回転率



(備考) 1. 財務省「年次別法人企業統計調査」により作成。
 2. 大企業：資本金10億円以上、中堅企業：資本金1億円以上10億円未満、中小企業：資本金1千万円以上1億円未満として集計。
 3. ROA = 税引後当期純利益/期末総資産、当期純利益率 = 税引後当期純利益/売上高として、それぞれ計算。

図表5 資本金規模別、業種別の対象企業数



(備考) 1. 中小企業庁「中小企業実態基本調査」を独自集計し作成。
 2. 同一企業が複数年度にわたって対象となった場合を含む、延べ社数。

図表6 推計で用いた変数に関する記述統計

(1) 記述統計量

	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
ROA (%)	59,465	2.00	5.45	-29.40	22.14
売上債権回転期間 (か月)	59,465	1.64	1.18	0.00	24.08
棚卸資産回転期間 (か月)	59,465	1.04	1.32	0.00	58.46
買入債務回転期間 (か月)	59,465	1.07	1.02	0.00	58.40
CCC (か月)	59,465	1.61	1.58	-1.63	13.49
CCC (か月、2乗)	59,465	5.09	8.93	0.00	182.10
負債比率 (%)	59,465	64.71	33.23	8.27	238.23
総資産 (千円、対数値)	59,465	12.95	1.59	8.98	16.71
有形資産比率 (%)	59,465	27.08	20.19	0.00	90.25

(2) 各変数の相関係数

	ROA	CCC	負債比率	総資産	有形資産比率
ROA	1				
CCC	-0.04	1			
負債比率	-0.26	-0.02	1		
総資産	0.12	0.08	-0.27	1	
有形資産比率	-0.10	-0.08	0.10	0.16	1

(備考) 中小企業庁「中小企業実態基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。

図表7 キャッシュ・コンバージョン・サイクルが企業の収益性に与える影響

(1) 推計結果

被説明変数： 推計方法：	ROA			
	固定効果モデル		プーリング回帰モデル	
	(1)	(2)	(3)	(4)
CCC	-0.2686 (0.2054)	-0.3375*** (0.1029)	-0.1188*** (0.0331)	-0.2194*** (0.0138)
CCC ²	-0.0124 (0.0296)		-0.0189*** (0.0054)	
負債比率 (Lev)	-0.1261*** (0.0171)	-0.1261*** (0.0171)	-0.0369*** (0.0008)	-0.0370*** (0.0008)
総資産 (Size)	4.0746*** (0.6820)	4.0708*** (0.6817)	0.2495*** (0.0157)	0.2485*** (0.0157)
有形資産比率 (Tan)	-0.0860*** (0.0175)	-0.0861*** (0.0175)	-0.0281*** (0.0012)	-0.0282*** (0.0012)
サンプル数	59,465	59,465	59,465	59,465
(Adj.)R ²	0.50	0.50	0.09	0.09

(2) CCCの構成要素を含めた推計結果

被説明変数： 推計方法：	ROA					
	固定効果モデル			プーリング回帰モデル		
	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
売上債権回転期間 (RTP)	-0.0361 (0.1172)			-0.0498*** (0.0183)		
棚卸資産回転期間 (ITP)		-0.7816*** (0.1584)			-0.3593*** (0.0203)	
買入債務回転期間 (PTP)			-0.1712 (0.1588)			-0.1670*** (0.0205)
負債比率 (Lev)	-0.1270*** (0.0172)	-0.1235*** (0.0170)	-0.1258*** (0.0172)	-0.0372*** (0.0008)	-0.0356*** (0.0008)	-0.0367*** (0.0008)
総資産 (Size)	4.0521*** (0.6853)	4.1630*** (0.6800)	4.1084*** (0.6930)	0.2399*** (0.0160)	0.2707*** (0.0157)	0.2628*** (0.0163)
有形資産比率 (Tan)	-0.0840*** (0.0176)	-0.0861*** (0.0174)	-0.0848*** (0.0176)	-0.0269*** (0.0012)	-0.0283*** (0.0012)	-0.0276*** (0.0012)
サンプル数	59,465	59,465	59,465	59,465	59,465	59,465
(Adj.)R ²	0.50	0.50	0.50	0.09	0.10	0.09

(3) CCCの構成要素を含めた推計結果（産業別）

被説明変数： 推計方法：	ROA					
	固定効果モデル					
	製造業			非製造業		
売上債権回転期間 (RTP)	-0.0138 (0.1331)			-0.0631 (0.2262)		
棚卸資産回転期間 (ITP)		-0.7538 *** (0.1998)			-0.8292 *** (0.2510)	
買入債務回転期間 (PTP)			-0.0179 (0.2102)			-0.3298 (0.2504)
負債比率 (Lev)	-0.1142 *** (0.0227)	-0.1098 *** (0.0225)	-0.1142 *** (0.0227)	-0.1421 *** (0.0270)	-0.1396 *** (0.0267)	-0.1402 *** (0.0270)
総資産 (Size)	4.1475 *** (0.9497)	4.3159 *** (0.9480)	4.1503 *** (0.9642)	4.2134 *** (1.0496)	4.2847 *** (1.0366)	4.3080 *** (1.0549)
有形資産比率 (Tan)	-0.0940 *** (0.0230)	-0.0958 *** (0.0227)	-0.0940 *** (0.0230)	-0.0758 *** (0.0280)	-0.0775 *** (0.0278)	-0.0771 *** (0.0279)
サンプル数 (Adj.) R ²	25,817 0.47	25,817 0.48	25,817 0.47	33,648 0.51	33,648 0.52	33,648 0.52

(4) 資金制約の強弱別にみた推計結果

被説明変数： 推計方法： 資金制約：	ROA				
	固定効果モデル				
	強	弱			
CCC	0.0196 (1.3217)	-0.3469 *** (0.1086)			
売上債権回転期間 (RTP)			-0.0473 (0.1250)		
棚卸資産回転期間 (ITP)				-0.7687 *** (0.1692)	
買入債務回転期間 (PTP)					-0.1369 (0.1710)
負債比率 (Lev)	-0.1916 (0.1313)	-0.1298 *** (0.0185)	-0.1308 *** (0.0186)	-0.1273 *** (0.0184)	-0.1300 *** (0.0186)
総資産 (Size)	1.6374 (8.3765)	4.5210 *** (0.7080)	4.5099 *** (0.7112)	4.6069 *** (0.7088)	4.5491 *** (0.7230)
有形資産比率 (Tan)	-0.0190 (0.2683)	-0.0912 *** (0.0178)	-0.0892 *** (0.0180)	-0.0907 *** (0.0178)	-0.0896 *** (0.0180)
サンプル数 (Adj.) R ²	1,770 0.40	55,433 0.50	55,433 0.50	55,433 0.50	55,433 0.50

(5) 社長の就任経緯別にみた推計結果

被説明変数：	ROA				
推計方法：	固定効果モデル				
社長の就任経緯：	創業者	親族内での 継承	社内人材の 昇格	グループ会社 からの派遣	外部からの 招へい
CCC	-0.5179 (0.4110)	-0.2961 ** (0.1267)	-0.2754 (0.2836)	-0.5638 * (0.3421)	0.2911 (0.7848)
負債比率 (Lev)	-0.1312 *** (0.0461)	-0.1262 *** (0.0260)	-0.1403 *** (0.0404)	-0.1157 ** (0.0543)	-0.2295 ** (0.1140)
総資産 (Size)	4.4953 ** (1.8791)	3.7349 *** (1.0344)	5.3528 *** (1.9230)	7.4523 *** (2.5746)	1.5786 (4.4363)
有形資産比率 (Tan)	-0.0578 (0.0540)	-0.0861 *** (0.0243)	-0.1217 ** (0.0538)	-0.1182 * (0.0607)	-0.0449 (0.1153)
サンプル数	13,166	30,906	6,873	5,161	1,346
(Adj.)R ²	0.44	0.51	0.57	0.50	0.54

- (備考) 1. 中小企業庁「中小企業実態基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。
 2. 括弧内の数値は頑健な標準誤差。*、**、***は、それぞれ10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。
 3. 上記のほか、固定効果モデルでは年度ダミー、プーリング回帰モデルでは業種ダミーと年度ダミーも説明変数に加えている。