Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

資本構成の規定要因 : 日独企業の資本構成比較を中心として

森, 昭夫

(Citation)
国民経済雑誌,156(1):1-19

(Issue Date)
1987-07

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00173675

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00173675

資本構成の規定要因

——日独企業の資本構成比較を中心として——

森　　昭　夫

I はしがき

企業の資本構成を規定する要因が何であるかは，古くして新しい問題である。いわゆるM-M理論を契機とする最適資本構成を巡る理論闘争は，未だわれわれの記憶に新しいところであるし，果して最適資本構成なるものが存在するのかについてすら未だ明確な結論が見い出されてはいない。他方我々が経験的に目にする企業の資本構成は極めて多様である。この多様な資本構成の背後に如何なる要因が潜んでいるのかについては，既に少なからぬ研究者によって実証的研究が試みられているが，そこでもまた結論は多様であって，決定的要因が見出されるには至っていない[1]。実務家はしばしば資本構成の悪化ないし改善を口にするが，あくまで議論は相対的であって，実の処基準とすべき資本構成の明確な指針が用意されているわけではない。確かに経験的には何がしかの自己資本比率（例えば60%）が理想的であるかの如き主張がないではないが，それとても「目のこ算的経験則」の域を出るものではない。結局の処企業の資本構成を何によって判断すべきか，また現実の企業の資本構成の差異を何によって説明するかについては，何等明確な解答が示されることなく今日に至っていると言っても過言ではない。本論文の意図するところは企業の資本構成の変化ないし差異について若干の統計的分析を行うことによって，企業の資本構成が何によって規定されるのかを考察することにある。

もっとも，企業の資本構成という場合，厳密には垂直的資本構成，即ち貸借

1　巻末に若干の参考文献を示した。

対照表の資産負債側の構成と，水平的資本構成，即ち資本対資産の対応関係を意味する資本構成，の双方を含むべきものであるが，ここではごく一般的に使用される資本構成概念，即ち自己資本対他人資本の構成，具体的には自己資本比率（自己資本／総資本）に限定して考察を進める。

II　あり得べき要因の概観

資本構成の規定要因については，従来から様々な主張が展開されている。理論的に最も有望な規定要因は「資本コスト」であるが，そもそも資本コストは資本構成と如何なる関係にあるかを巡って，激しい賛否両論が闘わされている状態であり，理論的にも実証的にも未解決の問題であることは，周知の通りである。また，元々筆者は「資本コスト」そのものの可測性，従ってその実践的有効性に根本的な疑問を抱いているので，ここではさしあたって，その他の要因について考察を進めることとする。[2]

資本コスト以外に資本構成の規定要因としてしばしば登場するのは，(1)産業部門，(2)企業規模，(3)企業成長，(4)国籍，(5)リスク要因等である。これらの諸要因について実施された諸々の実証的研究についてアッガワール〔1〕は，概ね次のように要約している。[3]

産業部門が，資本構成の規定要因であるか否かについては，グプタ〔6〕，スコット〔15〕，スコット＝マーティン〔16〕，シュワーツ＝アロンソン〔14〕及びアーチャー＝フェーバー〔2〕等が肯定的な結果を発表しているのに対して，レンマー等の研究は〔11〕，それらの研究の問題点を指摘して懐疑的な態度を示している。アッガワールはこの点について，「金融市場は企業の利益流列の変動性に基づいて利子率と与信限度とを設定するのであり，この変動性は企業の事業クラス別け即ち産業分類に関係する筈であるから，産業分類は資本構成を規定する筈である」としたうえで，フェリ＝ジョーンズ〔3〕の資本構

2　森昭夫稿，「投資決定と財務管理」，「国民経済雑誌」140巻6号。
3　Aggarwal, [1] p. 76 ff.

成と産業分類との「決定的ではあるが従来規定されていたよりは顕著でない」と言う結論を紹介し，産業分類をビジネスリスクの代理者とすることは疑問であり，従って彼らの結論を，資本構成とビジネスリスクとの関係にまで延長して適用することには反対している。

成長率を資本構成の重要な規定要因とする統計的研究も発表されてはいるが残念ながら成長率の要因を他の諸要因，なかんずく規模及び産業分類等の要因から孤立化することに成功していない。ほぼ同様の事が利益率についてもあてはまる。フェリ＝ジョーンズ〔3〕，トイ等〔20〕及びストーンヒル等〔17, 18〕はむしろ利益流列の変動性は資本構成の規定要因とはみなし得ないと結論づけている。

アッガワールは「異なった国の間には事業環境，リスク，税率及び破産コストの相異があるから，資本構成規範は異なった国の会社間で相異すると期待出来るであろう」として，「国」と言う要因が資本構成の一つの規定要因である可能性が高いことを強調している。資本構成の国際比較を行った統計的研究は少なくないが，成長率や利益流列の場合と同様に，規模や産業分野と言う要因の影響を排除していなかったり，比較する国の構成に問題があったりして，必ずしも充分なものとは云い難い。

この様な状況を踏まえてアッガワールは

(a)　実証的研究に基ずいて資本構成の規定要因に関する若干の論争があること，

(b)　此の論争にも拘らず，産業分類，規模，及び国が資本構成の何等かの新しい研究に於て検討されるべき重要な要因であること，

(c)　資本構成の規定要因の実証的研究はそのほとんどが，使用されたデータベースによってか，あるいは重要な変数が排除されていることによって限界があるように思われる，[4]

との認識を示して，ヨーロッパの最大級500社のデータに基づいて，資本構成と規模，産業分類及び国等の諸要因との関係を詳細に分析している。

4　Aggarwal, ibid. p. 77.

勿論，アッガワールの研究を紹介することは本論文の目的ではないが，かなり周到な統計的分析を行った上で「規模は，それ自身もしくは他の諸変数と結合しても資本構成の重要な決定要因ではないが，国及び産業分類は何れも重要な資本構成の規定要因である[5]」と結論ずけていることだけを指摘しておく。

ところで，筆者は昨年ボン大学でアルバッハ教授と日独両国の企業の財務行動について比較研究を行う機会を持つことが出来た[6]。以下はその際入手ないし準備した資料を基に，アッガワールの示した認識を踏まえつつ企業の資本構成の規定要因に関する若干の考察を試みようとするものである。

尚，使用した主なデータは，ドイツ企業については，ボン大学の保有する有名な BONNER STICHPROBE に収録されている主要295社（何れも株式会社）についてのものであり，日本企業については，神戸大学経済経営研究所の保有する東証上場企業に関する財務データから第1部769社（全産業，但し金融を除く）及び第2部239社（6産業，同じく金融を除く）を抽出したものである[7]。

III　日独企業の資本構成の時系列比較

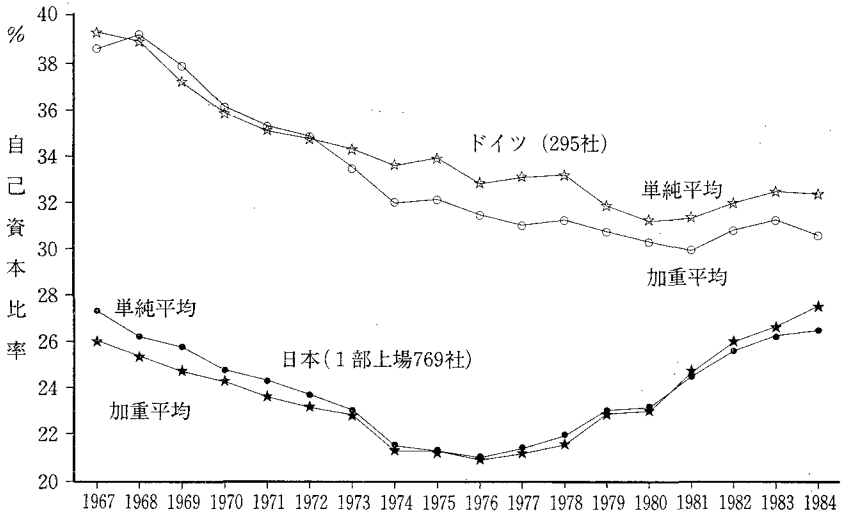
1967年から1984年に至る17年間の両国における企業の自己資本比率の推移を示すと第1図の通りである。此の図からも明らかなように両国における推移は対照的である。なかんずく1975年以降即ちオイルショック以降のトレンドは劇的とも云える程のコントラストを示している。オイルショック以前の約10年間は両国共ほぼ同じペースで低下傾向を示している。従来からしばしば指摘されていたわが国企業の資本構成のいわゆる「悪さ」がほぼそのまま持続している。資本構成の規定要因としての国の要素が鮮明に現れている局面と言えるであろ

5　Aggarwall, [1] ibid. p. 86.

6　その一端は，Mori, Akio und Horst Albach, [9] に発表されている。

7　全期間に亘ってデータを入手することが出来ない企業があったため，上場企業数とは一致しない。尚，2部上場企業については，比較的サンプル数の多い産業部門に限定したため，食料品(30)，繊維(33)，化学(39)，機械(68)，商業(28)の各産業部門のみに限定した。

（第1図）　日独企業の自己資本比率の推移

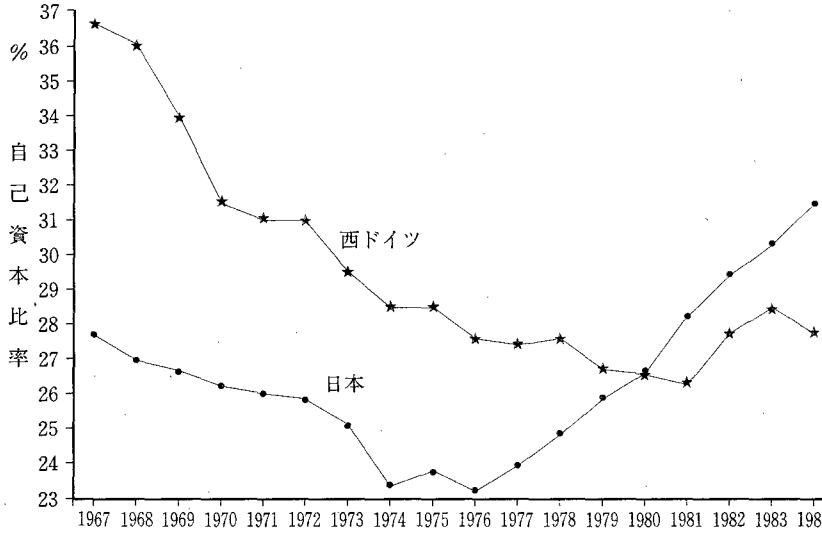


う。しかし1975年以降は様相が一変する。

西ドイツ企業の場合引き続き低下傾向を辿っているのに対して，わが国企業の場合急速に上昇しいわゆる「改善」の跡が著しいのである。1984年段階で両国における企業の資本構成を比較すると対象全企業の平均における比較では尚約10%の差異が観測されはするものの，以前の約20%の差異に比較すれば遥かに接近していることが判るであろう。しかもサンプルに於ける産業構成の差異を考慮して，日独それぞれ比較可能と思われる6産業にデータを絞って比較してみると，既に差がなくなっていることに気が付くであろう。（第2図参照）

もっとも自己資本比率に限らず財務データの国際比較に当たっては一般に比較可能性についての細心の注意が必要である。しばしば指摘されることであるが，わが国の場合，(1)戦前戦後を通じての高率のインフレにも拘らず資産の再評価が必ずしも充分には行われてはいないこと，(2)固定資産なかんずく土地の近年における異常な値上がりにも拘らず依然として取得原価のまま計上されており，一方に於て膨大な含み資産を生じさせていると共に，他方ではこれが万

（第2図）　日独6産業の自己資本比率の比較



一の場合の貴重な担保となって，貸手，借手双方の負債に対する警戒感を弛緩させていること，(3)企業間信用の占める割合が欧米諸国に比較して異常に高く，貸借対照表の借方貸方双方を膨張させており，結果的に自己資本比率を低く表示する傾向があることなどに注意する必要がある。以上はどちらかと言えば，自己資本比率を低く表示させる要因であるが，逆にリース債務の非計上と言うケースのようにむしろわが国の方が債務比率を低く表示させている例もある。他方西ドイツについても，支払い配当の表示に関してわが国とは制度的にかなりの違いがあり，また準備金，積立金，引当金等の自己資本と他人資本への振り分けについても，必ずしも統一的な統計処理が行われているとは限らないと言う懸念もある。[8]

従って，現時点での日独両国の企業の自己資本比率の絶対的水準そのものを比較することにはそれほど重要な意味を認めることは出来ないが，少なくとも

8　この点に関しては，岡田依里〔10〕に詳しい。

次の二点を問題点として指摘しておこう。即ち

(1) 両国とも自己資本比率がほぼ同水準にあると言っても，片や西ドイツでは，「自己資本欠陥」（Eigenkapitallücke）と言う問題を巡って，華々しい議論の渦が巻き起こっているのに対して[9]，わが国にあってはほぼ自己資本充実，減量経営の目標達成として受け止められている点が際だった対照を成していること。従って，資本構成はかくあるべしという基準についての認識には未だかなりの相違がみられる。

(2) 資本構成の規定要因としての「国」の要因については，判断が分かれる。少なくとも1970年代末迄については，両国の間に歴然とした差異が見られる。この時代の両国の経済情勢の大まかな点での共通性に鑑み，この大きな差異は「国」という要因の重要性に関する有力な傍証と見ることが出来よう。とすると，問題は1980年代に入っての接近傾向をどう解釈するかである。世界的に急速に進展する国際化，情報化の結果「国」という要因の重要性が薄れた結果とみるか，何か別の要因があって，その影響によって結果としてたまたまほぼ同水準に落ち着いているだけであるのか判然としないからである。

ほぼ同じ水準の資本構成に関して，その受け止め方に日独両国間で差異があると云う事実は，資本構成の規定要因としての「国」の重要性の間接的傍証と言うことも出来るが，此の点について尚今後の推移を見守る他はないであろう。

オイルショック以後両国の資本構成が全く対照的な推移を示している原因が奈辺に存するかという問題を簡単に要約することは容易ではないが，わが国企業の場合について，常識的には次のようなことが言われている。即ち

(1) オイルショックを契機として，従来から叫ばれていたわが国企業の財務的体質の脆弱性，従ってその改善の必要性，の認識が急速に高まったこと，

(2) わが国経済の解放体制への急速な移行，企業の国際化の進展に伴い企業の国際的競争力の強化という観点から，丁度この時期いわゆる「減量経営」という合言葉によって象徴される，徹底した経営の合理化指向が強められ，

9 例えば，巻末文献リストの〔4〕，〔5〕，〔7〕，〔8〕，〔12〕，〔13〕，〔19〕等。

たまたまオイルショック後の経済成長の鈍化傾向にも助けられて，必要性，可能性の双方から，企業の財務行動が自己資本充実の方向に誘導されたこと，

(3) 証券市場の発達，なかんずく，時価発行増資方式の定着により自己資本調達環境が整備されたこと，

(4) この間の主な企業の投資行動は，高度経済成長の時代に比較すれば勿論鈍化しているが，厳しい経済環境と不分明不確実困難な将来予測に直面しつつ，わが国の多くの企業は，特に合理化投資と，研究開発投資の重要性に対する認識を強めて来たこと。しかも，これらの投資，なかんずく後者はその性質上，負債金融によって賄うことは，必ずしも適当ではないと判断される投資であったこと，

等々である。

ところで，同じオイルショックと言う非常事態に直面した西ドイツ企業が採った財務行動はわが国企業の場合とはかなり大きく違っていたようである。

一般に

(1) 政治情勢，労使関係等，企業を取り巻く環境が元々自己資本投資にとって厳しい状況にあったのに加えて，石油危機という不確実性要因の増大は益々不利に作用した為，さしあたって西ドイツの主要企業が投資調整局面に入ったこと，

(2) 税制上の理由から，投資家にとって自己資本出資よりも他人資本拠出のほうが選好されるケースが出てきたこと

(3) 退職年金制度の普及充実に伴って，負債性の引当金項目が膨張してきたこと，

等々が指摘されている。

ところで，わが国における企業財務のこの様なドラスチックな変化を，研究開発投資の増大を反映する「構造的変化」と捉える興味ある研究が発表されている。[10] 確かに，わが国における研究投資に関する統計数値は上昇傾向を示して

10　桜庭千尋，「日本の企業財務の構造変化」，日本銀行金融研究所　研究資料（61）研1-11。

いることは疑う余地のないところである。その上昇と，自己資本比率の上昇との高い相関が，統計的に実証されたと言うことは意義深いことである。後に述べるように筆者の今回のささやかな統計的調査の結果も部分的にその結論を支持している。しかし，同じ論理をもって西ドイツ企業の自己資本比率の一貫した低下傾向の背後に，それと逆の「構造的変化」が起こっていることを推測することは出来ないことは，直感的に明かである。筆者は，研究開発投資の増大を，資本構成改善の一つ要因とすることにけっしてやぶさかではないが，唯一ないし決定的要因とすることには躊躇せざるを得ない。

IV 規模の要因

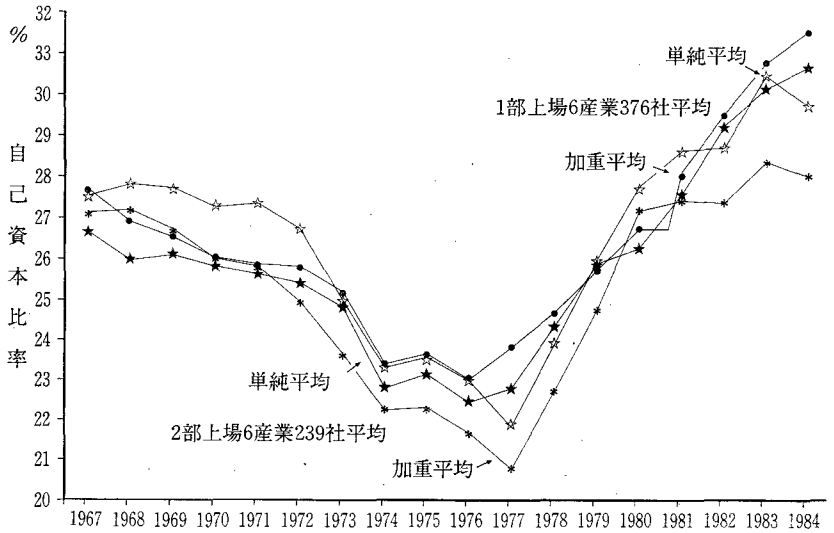
企業規模と資本構成との間に何等かの相関がありうるか否か，という問いに対する筆者のさしあたっての回答は，イエスでありノーでもある。規模と言う要因を他の要因から純粋に統計的に孤立化させることの困難さは別として，この問いに対する答えは，規模をどの様に分類するかによって左右されるのみならず，時代によっても変化するからである。第1表に見られるように，わが国においては大企業と中小企業とでは，かなり明瞭な違いを示している。法人企

（第1表）　自己資本比率の規模別推移　規模の単位：百万円

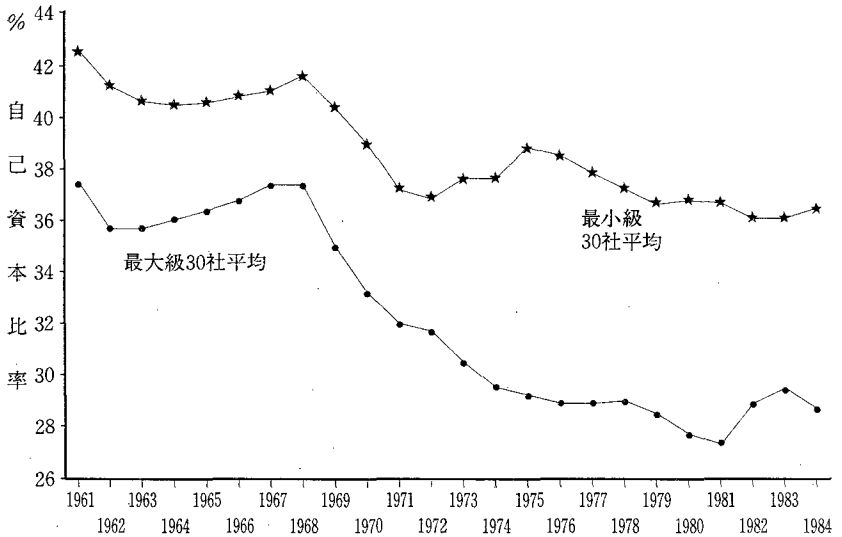
年度／規模	～2	2～5	5～10	10～50	50～100	100～1000	1000～
1974	16.5	19.1	18.5	20.0	16.4	16.4	17.9
1975	17.8	21.0	16.8	18.1	12.3	15.5	17.0
1976	13.6	18.9	17.0	18.6	12.3	16.0	17.2
*							
*							
*							
1980		17.5		19.8		17.9	22.1
1981		14.0		19.4		19.7	23.1
1982		17.4		19.4		20.5	23.5
1983		14.8		20.6		21.5	26.7
1984		15.8		19.8		21.7	28.1

（資料：大蔵省，「法人企業統計」）

（第3図）　自己資本比率の規模別比較（日本）



（第4図）　自己資本比率の規模別比較（西ドイツ）



業統計における規模分類によれば，1974年当時には自己資本比率が全体的に70％を割り込むと言う状況の中で，若干小規模零細グループのそれの方がやや低

いという傾向が看取される程度であるのに対して，80年代にかけての展開は，明瞭に大規模グループ有利という状況を示して居り，いわゆる改善の跡は，大規模企業ほど著しいと言わなければならないのであるが，観点を変えて東証1部上場企業と2部上場企業とを比較すると，第3図に示される様に，そこには殆ど差異がみられず，むしろ若干小規模グループの方が優れているとも見ることが出来る状況なのである。これに対して西ドイツの場合ははっきりと大企業の方がより深刻であることを示している（第4図）。但しこの際注意すべきことは，第4図における規模別比較は，BONNER STICHPROBE に含まれる295社中最大級及び最小級それぞれ30社についての比較であって，産業構成を異にしている点である。従って純粋の規模別比較にはなっていない恐れがある。

いずれにせよ，今回の比較においては資本構成と規模との明確な一義的な相関を見いだすことは出来なかったのである。

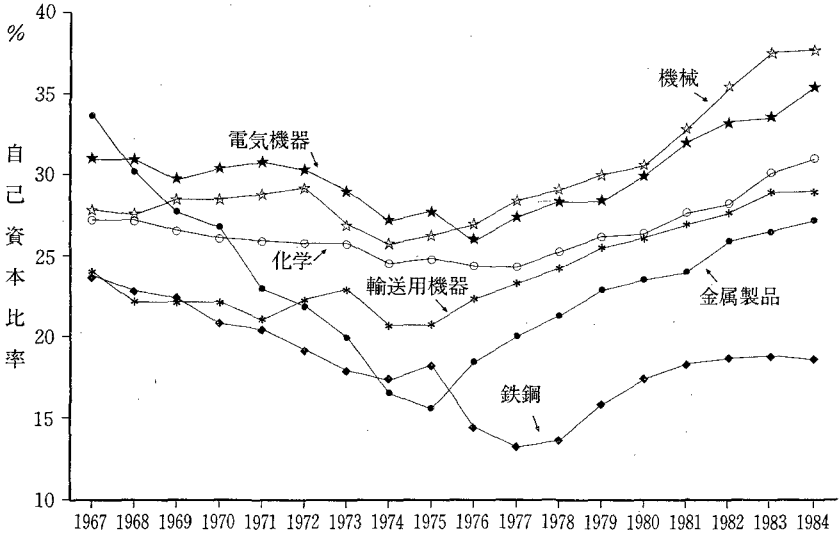
V 産業部門要因

産業部門別比較においては，幾つかの興味深いデータが得られた。巻末の付表　第2表及び第3表が日独両国に於ける自己資本比率の産業別推移を示すデータである。

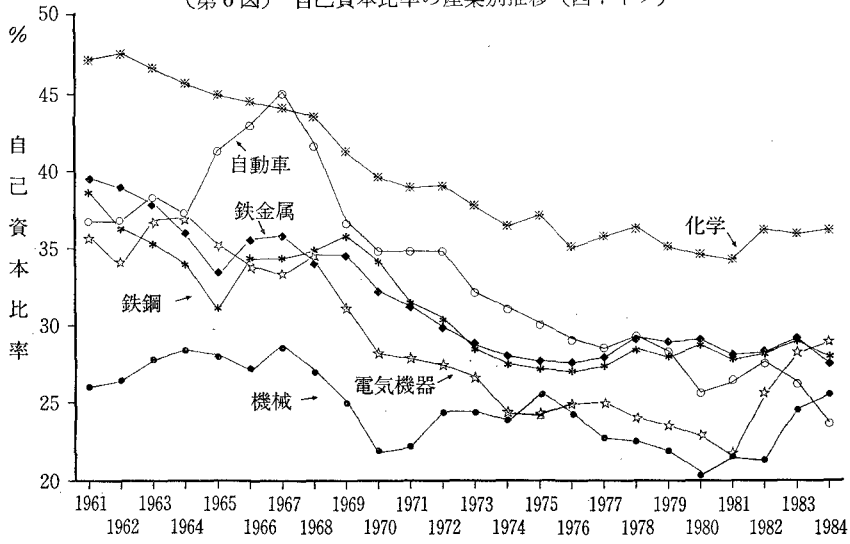
サンプル数の関係でドイツ企業については，化学（20），電気機械（11），自動車（6），機械（28），鉄鋼（11），鉄・鋼・金属製品（15）についてしか示されていない。（括弧内の数字は企業数）わが国企業の中からそれに対応する産業に属する企業のデータを抽出して視覚化して示したのが第5図及び第6図である。

先ず第一に容易に気が付くことは，産業間のバラ付きが極めて大きいことである。若干の例外はあるものの，かなり大きな差異がほぼ平行して持続されている。第二に，産業間で時系列的推移のパターンにある種の類型化を行うことが出来るということである。西ドイツ企業の場合，産業数，企業数共にデータが限られており，必ずしも有意の観察を行うことは出来なかったが，わが国企

（第5図）　自己資本比率の産業別推移（日本6産業）



（第6図）　自己資本比率の産業別推移（西ドイツ）



業の場合かなり興味ある観察を行うことが出来た。

(1)　産業間の自己資本比率の差異

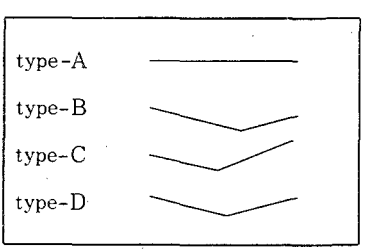
これらの資料からほぼ確実に言えることは，企業の資本構成は，一貫して産業間で大きなバラ付きを示していると言うことである。西ドイツの6産業の場合若干低水準での接近傾向を感じさせるが，念の為全企業295社の平均に関する分散状態を見てみると，標準偏差は1967年の13.4から1984年には14.6にむしろ上昇していることが判る。この様に産業間の自己資本比率が一貫して大きな分散を示しており，しかもその推移は大筋に於て平行していると言うことは，産業分類と言う要因の重要性を強く暗示させる。アッガワールの主張はほぼ裏付けられていると言えよう。

(2)　自己資本比率の変化のパターン

調査した期間に亘って，わが国企業の自己資本比率は，1974年から76年にかけての大きなディップを経て，かなり顕著な改善傾向を示していることは既にみた通りである。しかしながら，産業別の時系列推移を子細に見ると，この間の変化を下の図に示すようなパターン別に大まかに分類することが出来ることに気が付く。その分類の結果を付表1および第2表の最後の欄に示す。

処で，いまこの分類の内 c-type に注目しよう。石油危機以後の急速な自己資本比率の上昇を特徴とするこのパターンを示している産業は，食料品，化学，機械，電気機器，輸送用機器，精密機器，通信等であり，ゴム，その他の製造業が c-type と a-type の中間のパターンに属している。b-type に属する産業は，大きく落ち込んだまま回復のはかばかしくないグループであるが，なかでも建設，繊維，石油・石炭，鉄鋼，陸運，電気ガス等の諸産業にその傾向が著しい。

これらのデータを基に少なくとも言えることは，(1)自己資本比率の産業間分布は一貫して大きいこと，(2)しかしながら，その内部では，かなり大きな変動が起こっていることの，二点である。この事は，産業という要因が企業の資本構成



(変化のパターン)

（第2表）[12]

業　種	昭和40年代	昭和50年代前半	昭和50年代後半	変化パターン
食料品	2.8	5.6	7.5	C
繊維	2.6	11.5	4.2	B
紙パルプ	0.2	2.5	3.5	D
化学	7.7	12.9	22.8	C
窯業	2.6	9.5	10.4	D
鉄鋼	1.8	4.4	7.7	B
非鉄金属	3.5	3.5	56.0[13]	B
金属製品	2.1	4.5	7.4	B
一般機械	3.8	10.5	11.1	C
電気機械	11.7	19.5	16.2	C
輸送機械	5.5	15.7	13.6	C
製造業計	4.6	9.7	13.3	—

の有力な規定要因であること，しかしながらその影響は決して固定的なものではなく，かなり流動的なものであることを物語っている。

(3)　研究開発費の動向

石油ショックと解放経済への移行と言う困難な課題に直面して，わが国企業が近年，研究開発投資に非常な力を注いできたことは，良く知られたことである[11]。桜庭論文では，近年におけるわが国企業の資本構成の著しい改善傾向は，その結果であり，企業財務の「構造的変化」を意味するとの主張が展開されている。試みに，上述の，わが国企業の自己資本比率の推移のパターンと，研究開発費の推移（第2表）とを対比させてみると，そこに極めて明瞭な相関が見られることに気が付く。

後者は製造業のみのデータについてのものであり，また産業分類の方法にも差異が見られるので，厳密な対応関係を観察することが出来ないのは残念であるが，確かに，研究開発費の増大が自己資本比率の改善に対応していることは，

11　桜庭千尋，前掲論文。

12　桜庭千尋，前掲論文15頁。

13　異常に高い値であるが，そのまま引用する。尚，同論文の<1986.5.15>未定稿では15.9となっている。(p. 20)

看取されるであろう。問題はその理由である。桜庭論文では，企業及び資金供給者の合理的投資計慮の観点が強調されているが，筆者は，研究開発投資といった経済性計算の困難な投資について，従来から常識的に言われてきた，可能な限り，留保利益ないし自己資金をもって充当するのが望ましいという経験則と，他人資本供給者サイドの確実性指向で充分説明がつく問題であると考えている。

この点に関連して，西ドイツ企業のケースをどう解釈するかである。同じ時期西ドイツで同じ要因に基づく逆の「構造的変化」が起きたとは考えられないことは既に述べた通りである。思うに，西ドイツでは既に遥か以前から一般に研究開発の重要性は広く普及しており，今回調査の対象とした期間の範囲内では変化を生ぜしめる要因とはならなかっただけではなかろうか。当然のことではあるが，逆は必ずしも真ではないのである。

VI 結　　び

以上，日本及びドイツ両国の企業の自己資本比率の分布及び推移に関するデータを中心として，企業の資本構成の規定要因に関する若干の考察を試みてきた。確かに，「国」及び「産業部門」という要因は，資本構成の有力な規定要因と判定できる。しかしながら，考えてみると，これは問題の出発点であって結論ではないのではなかろうか。

問題は，何が「国」や「産業」という要因をして，企業の自己資本比率を大きく変化，分散せしめるのかであろう。従来の実証的研究では，この点に殆ど触れられていない。その理由は，結局企業の資本構成を規定する要因は決して単一単純なものではなく，複数の諸要因が極めて複雑多元的且つ流動的に絡み合って作用しているからと思われる。企業の資本構成に影響を与える可能性のある要因を思い付くままに列挙すれば，資本コスト，リスク，企業規模等は言うに及ばず，一般的経済環境，なかんずく金融情勢，法的・制度的規制，企業対市場（資本）の勢力関係，金融機関の貸出方針・基準，証券市場の状況等の，

企業を取り巻く環境条件に加えて，企業自身の財務方針，投資政策，資産構成なかんずく保有固定資産及び含み資産等々に至るまで極めて多様な諸要因が考えられる。

これらの諸要因の幾つかが，国や産業による差異を産みだしていることは間違いない。それを特定することが残された大きな課題である。

尚，今日企業の多角化戦略は益々推進されつつある。それに伴って旧来の産業分類の有効性についても見直しが必要になっていることは否定できない。多角化といっても，その実態は千差万別であって，これを一グループとするわけには行かないであろう。かといって多角化された企業の各産業分野部分を各々分離考察することも，困難でもあるし，果して意味があるかも疑問であろう。この点においてもまた，今回の調査は未解決の課題を残している。

最近の2年間の動向も見逃すことは出来ない。急速に進む円高ドル安，貿易摩擦等の結果として，今や否応なしに強行されつつある産業の転換，調整の結果は，必ずや企業の資本構成に何等かの影を写す筈であろう。

参 考 文 献

[1] Aggarwal, Raj, "International Differences in Capital Structure Norms: An Empirical Study of Large European Companies," *Management International Review*, Vol. 21, No. 1, 1981, p. 75ff.

[2] Archer, S.H. and L.G. Faeber, "A New Framework for Corporate Debt Policy," *Journal of Finance*, March 1966, pp. 69–84.

[3] Ferri, M.G. and W.H. Jones, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *Journal of Finance*, June 1979, pp. 631–644.

[4] Flassbeck, H. und W. Koll, "Kapital und Rendite," *Wirtschaftswoche*, Nr. 21, 1983, S. 72–78.

[5] Flassbeck, H., "Zur Theorie des Kapitalmangels," in *Kredit und Kapital, Der volkswirtschaftliche Sparprozess* hrsg. von W. Ehrlicher und D.B. Simmert, Heft 9, Berlin 1985, S. 159–176.

[6] Gupta, Manak C., "The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies," *Journal of Finance*, June 1969, pp. 517–529.

[7] Irsch, N., "Ertrage, Eigenkapitalausstattung und Investitionsneigung," *Konjunkturpolitik*, Nr. 6, 1985, S. 319–335.

[8] Irsch, N. und A. Zimmermann-Trapp, "Die Eigenkapitalausstattung und Investitionstätigkeit der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland," *WiSt*, 6/1986, S. 315-317.

[9] Mori, A. und H. Albach, "Das Finanzierungsverhalten japanischer und deutscher Unternehmen," *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, H. 3 1987, S. 251-296.

[10] 岡田依里, 資本構成の国際比較に伴う会計上の問題点, 「六甲台論集」 34-1, 昭和62年4月, 17頁。

[11] Remmers, L., A. Stonehill, R. Wright and T. Beekhuisen, "Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally," *Financial Management*, Summer 1974, pp. 24-32.

[12] Scheibe-Lange, J., G. Volkmann, R. Welzmüller, "Die Eigenkapitalquote der Unternemen in der Bundesrepublik Deutschland," *WSI-Arbeitsmaterien* Nr. 3, Düsserdorf, o. J. (1983).

[13] Schneider, Dieter, "Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiel unbegrundeter Kapitalmarktregulierung?," Vortrag auf der Tagung des Vereins für Socialpolitik in München am 15. September 1986.

[14] Schwartz, E. and J.R. Aronson, "Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure," *Journal of Finance*, March 1967, pp. 10-18.

[15] Scott, David F. Jr., "Evidence on the Importance of Financial Structure," *Financial Management*, Summer 1972, pp. 45-50.

[16] Scott, David and J.D. Martin, "Industry Influence on Financial Structure," *Financial Management*, Spring 1976.

[17] Stonehill, A. and T. Stitzel, "Financial Structure and Multinational Corporations," *California Management Review*, Fall 1969, pp. 91-96.

[18] Stonehill, A., T. Beekhuisen, R. Wright, L. Remmers, N. Toy, A. Pares, A. Shapiro, D. Egan, and T. Bates, "Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries," *Financial Management*, Autumn 1975, pp. 27-33.

[19] Thormählen, T. und J. Michalk, "Leiden die deutschen Unternehmen an mangelnder Eigenkapitalausstattung?," *Wirtschaftsdienst*, II/1983, S. 87-95.

[20] Toy, Norman, A. Stonehill, L. Remmers, R. Wright, and T. Beekhuisen, "A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Nov. 1974, pp. 875-886.

[21] Wrightsman, Dwayne, "Tax Shield Valuation and the Capital Structure Decision," *Journal of Finance*, May 1978, pp. 650-656.

付表1　自己資本比率の産業部門別推移

産業部門	企業数	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
水産業	6	15.54	15.94	19.91	21.50	19.07	18.68	18.55	17.63	16.09
建設業	68	16.45	14.57	14.62	14.55	14.70	15.03	13.91	11.81	12.08
食料品	44	21.31	20.29	23.58	22.76	22.24	21.38	21.76	17.74	17.17
繊維業	44	30.48	29.33	28.00	26.77	25.37	25.62	23.76	22.26	21.00
パルプ紙	18	19.49	18.39	18.04	17.48	15.87	14.12	14.82	14.84	14.36
石油石炭	8	17.80	16.89	16.05	14.12	13.12	12 80	11.87	7.59	5.33
ゴム	9	25.02	23.88	22.91	23.43	24.38	23.97	23.40	22.16	25.40
ガラス土石	31	31.48	31.71	31.57	31.08	29.39	28.91	27.04	25.79	25.71
化学	91	28.16	27.59	27.08	26.63	26.28	25.89	25.72	24.53	24.83
機械	77	28.49	27.58	28.01	27.96	28.33	28.73	27.14	25.23	26.08
鉄鋼	35	23.53	23.00	21.93	20.72	20.46	19.30	18.19	16.92	17.68
非鉄金属	23	24.43	22.44	21.43	19.47	19.55	19.21	18.41	16.22	16.50
金属製品	12	33.28	30.65	27.71	27.18	23.08	21.55	19.95	16.35	15.48
電気機器	81	30.81	30.37	29.80	30.25	30.44	30.29	29.46	27.22	27.82
輸送用機器	44	23.74	22.25	21.74	21.51	20.69	21.40	22.56	20.80	20.78
精密機器	15	29.84	29.66	30.04	29.09	28.08	27.18	26.10	23.57	23.54
その他製造	18	34.03	32.63	31.09	30.64	30.77	31.19	31.35	30.49	30.91
鉱山	9	20.40	18.71	16.60	13.58	15.84	14 38	13.51	15.52	14.81
商業	39	13.67	13.17	13.41	12.61	12.76	12.53	12.96	12.00	12.71
不動産	9	26.43	26.07	25.92	24.08	25.72	24.80	24.50	26.15	24.87
陸運	29	22.61	21.14	19.42	17.41	16.50	16.14	15.91	14.96	14.14
海運	15	17.09	17.27	16.99	15.72	12.92	12.32	12.26	11.23	11.06
倉庫運輸	10	39.60	37.51	35.76	34.95	34.61	33.52	33.27	29.15	28.88
通信	4	49.15	46.67	47.65	46.11	46.97	47.17	46.46	46.73	44.82
電気ガス	12	35.31	34.88	34.21	32.11	30.11	28.08	25.54	20.79	19.33
サービス業	18	46.71	45.71	43.62	41.22	40.86	38.17	38.41	37.14	35.26
合計・平均	769	27.11	26.09	25.66	24.23	24.16	23.55	22.95	21.34	21.02

付表2　自己資本比率の推移

産業部門	企業数	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
化学	20	47.71	48.09	47.3	46.36	44.95	44.55	44.23	43.73	41.78	39.68	39.23	39.34
電気機器	11	35.89	34.04	36.63	36.84	34.88	34.14	33.25	34.4	31.26	28.55	28.21	27.85
自動車	6	36.85	36.87	38.04	36.92	41.19	42.61	45.02	42.76	36.52	33.63	33.53	34.11
機械	26	26.39	26.83	28.09	28.47	28.21	27.68	29.27	27.59	25.01	21.71	22.38	24.86
鉄鋼	11	38.88	36.8	35.63	33.81	31.06	34.23	34.51	34.67	35.52	33.27	31.4	30.06
鉄金属	15	39.46	38.35	37.73	35.97	32.73	35.13	35.26	33.92	34.06	31.68	31.02	29.82
最大クラス	30	42.52	41.26	40.63	40.41	40.5	40.71	40.96	41.58	40.52	39.05	37.16	36.81
最小クラス	30	37.32	35.85	35.75	35.98	36.27	36.81	37.41	37.39	34.9	32.98	32.11	31.8
単純平均	295	39.85	39.72	39.59	39.31	38.57	39.01	39.64	39.33	37.4	35.88	35.3	34.57
加重平均	295	38.34	38.15	37.82	38.26	38.04	39.13	39.07	39.63	38.01	35.96	35.26	34.46

（日本，東証第一部から769企業）

1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	変化パターン	産業部門
15.68	16.54	17.07	17.93	17.50	17.38	16.72	16.96	14.18	A	水産業
12.49	12.23	12.09	11.96	11.56	11.75	12.53	13.38	13.48	B	建設業
14.90	12.86	16.92	23.23	22.51	24.56	26.09	24.20	24.17	C	食料品
20.42	21.52	22.35	24.11	24.90	25.43	25.55	25.86	26.16	B	繊維業
13.55	13.46	14.18	12.68	12.40	15.22	17.35	18.68	18.71	D	パルプ紙
5.68	6.99	9.53	9.15	8.24	8.16	6.42	9.20	12.29	B	石油石炭
24.13	24.33	24.15	25.30	25.66	28.51	28.40	28.31	28.67	C—A	ゴム
24.44	24.18	24.04	25.51	25.96	27.67	29.04	30.75	31.03	D	ガラス土石
24.15	24.22	25.03	26.33	26.26	27.32	28.11	29.87	30.97	C	化学
26.45	27.76	28.98	29.94	30.42	33.06	35.51	37.71	37.78	C	機械
14.54	13.29	13.42	15.66	17.60	18.19	18.55	18.68	18.31	B	鉄鋼
14.28	13.73	12.26	13.47	13.85	14.62	16.20	18.26	20.58	B	非鉄金属
18.53	19.62	21.23	22.27	22.74	23.40	25.59	25.92	26.43	B	金属製品
26.06	27.32	28.60	28.46	30.03	32.61	33.77	34.10	35.34	C	電気機器
21.62	23.11	24.13	25.66	26.18	27.20	28.07	29.12	29.01	C	輸送用機器
23.35	26.94	29.07	30.73	33.23	36.37	37.96	39.67	38.31	C	精密機器
31.45	31.90	32.29	32.92	32.84	33.55	36.73	39.46	39.50	C—A	その他製造
16.00	17.93	20.26	21.53	21.57	23.48	28.73	30.82	28.68	B	鉱山
12.71	13.55	14.73	14.41	14.79	15.65	17.15	17.89	17.78	B	商業
24.83	23.78	23.14	23.49	23.29	22.77	22.21	23.59	23.40	D	不動産
13.21	13.21	13.71	14.06	14.58	14.80	15.28	15.48	15.64	B	陸運
10.59	10.46	11.60	11.67	11.94	10.32	11.35	14.35	14.43	B	海運
31.45	31.68	31.58	33.14	31.85	32.60	34.16	34.54	34.79	B—D	倉庫運輸
44.42	46.36	47.62	47.98	48.15	50.44	51.29	52.62	55.76	C	通信
19.65	17.98	18.33	18.39	15.87	18.15	19.24	20.49	21.30	B	電気ガス
32 19	31.68	31.93	38.87	38.67	39.12	39.66	40.35	38.55	B	サービス業
20.65	21.02	21.86	23.03	23.18	24.32	25.45	26.55	26.74		合計・平均

（西ドイツ製造業　ボン大学資料から）

1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	産業部門
38.19	36.04	36.92	34.88	35.66	36.19	35.33	34.62	34.25	36.25	35.64	35.96	化学
26.97	24.14	24.72	24.97	25.05	24.23	23.88	22.99	21.26	25.24	27.96	28.44	電気機器
31.85	31.35	30.16	28.52	27.32	27.79	26.41	24.76	25.58	27.96	26.18	24.36	自動車
24.88	24.17	25.39	24.31	22.52	22.39	21.55	20.14	21.37	21.1	24.62	25.1	機械
28.05	27.27	26.83	26.17	26.17	27.6	26.97	28.13	27.32	28.24	28.64	26.29	鉄鋼
28.13	27.43	27.07	26.38	26.64	27.11	26.17	28.17	27.43	28.05	28.78	26.81	鉄金属
37.74	37.78	39.54	39.1	37.93	37.08	35.69	36.01	35.88	35.14	35.19	35.93	最大クラス
30.6	29.81	29.59	28.92	28.87	28.99	28.54	27.79	27.35	29.02	29.57	28.6	最小クラス
34.14	33.67	33.93	32.92	33.05	33.15	32.04	31.53	31.41	32.06	32.47	32.67	単純平均
33.6	31.84	31.97	31.54	31.25	31.37	30.7	30.24	29.99	31.27	31.59	30.84	加重平均