

## 資料

### 59年度の「主要企業経営分析」結果について

59年度の「主要企業経営分析」<sup>(注1)</sup>によれば、59年度の経常利益は、製造業、非製造業とも大幅な増加となった(前年度比、製造業+33.9%、非製造業<除く電力>+13.3%)。これは、輸出増加が内需に波及する中で売上げが順調に増加したことが背景となっているが、同時に国際原料品市況の低下により、素材業種を中心に交易条件が改善されたことも寄与している。このようなマクロ的な経済環境の好転に加え、金融自由化、国際化の進展に伴って資金調達、運用の効率化が促進されたことも見逃せない収益改善要因となっている。

こうした収益の増加に伴い、売上高経常利益率が上昇、とくに製造業では48年度以来の高水準となっている(59年度4.71%)。また、製造業の自己資本比率も収益好調に加え企業の内部留保重視の経営姿勢もあって、20年来の高水準(59年度27.58%)に達した。

売上高経常利益率の上昇は裏をかえせば損益分岐点の低下になる訳で、それだけ企業のコスト構造が強化されたことを意味する。また、自己資本比率の上昇は金利の変動によって生じる収益へのインパクトを軽減するほか、低成長下で営業リスクは技術革新等に伴い増大するという厳しい経営環境の中で企業の抵抗力を強めることになろう。

以下、本調査に即して最近の主要企業の経営動向を振り返ってみることとしたい。

#### 1. 企業収益の動向

##### (59年度の収益)

59年度の経常利益は製造業、非製造業(除く電力)とも前年度を大きく上回る増加率(前年度比、製造業58年度+6.7%→59年度+33.9%、非製造業<除く電力>

(注1) 本調査は原則として資本金10億円以上の企業(金融保険業を除く)の中から当該業種の動向を反映するのに足りると認められる企業(日本銀行「主要企業短期経済観測調査」先とおおむね一致)を選定し、有価証券報告書に基づきとりまとめたものである。59年度の集計社数は619社(製造業379社、非製造業240社)となっている。なお、対象期間は59年度中に決算期が到来した企業の当該年度によっている。

+0.3%→+13.3%)となったが、とくに製造業では54年度(同+52.5%)以来の大幅増益となった(第1表)。

こうした製造業の大幅増益の背景をみると、輸出が米国、中国向けを中心に増加し、その波及から国内民間需要も拡大する中で売上げが順調に伸長したこと

(第1表)

## 売上高、経常利益の推移

(前年度比%)

	売上高				経常利益			
	56年度	57	58	59	56年度	57	58	59
製造業	6.7	1.5	3.7	7.9	△ 14.5	1.9	6.7	33.9
除く石油精製	6.7	1.7	5.6	8.8	△ 2.8	△ 9.3	6.2	36.6
素材業種(除く石油精製)	1.8	△ 1.7	1.2	5.7	△ 20.6	△ 28.6	13.2	70.1
加工業種	10.4	4.0	8.2	10.6	7.6	△ 1.1	4.4	26.4
非製造業	8.6	3.1	1.6	8.2	△ 19.3	△ 5.8	16.1	4.6
除く電力	8.9	3.1	1.2	8.6	1.7	△ 8.2	0.3	13.3
全産業	7.8	2.4	2.4	8.1	△ 16.3	△ 0.8	10.0	23.0

(注) 素材・加工業種区分は次による。

素材業種：繊維、パルプ・紙、化学、石油精製、窯業、鉄鋼、非鉄金属の合計。

加工業種：食料品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、その他製造業の合計。

(第2表)

## 売上高経常利益率の改善要因

	製造業 (除く石油精製)		素材業種 (除く石油精製)		加工業種		
	58年度	59年度	58年度	59年度	58年度	59年度	
売上高経常利益率	4.03%	5.02%	2.55%	4.05%	4.85%	5.56%	
前年度比改善幅	0.26	0.99	0.29	1.50	0.12	0.71	
要因別寄与度	変動費比率	0.29	0.19	0.16	0.97	0.31	△ 0.24
	固定費比率	△ 0.07	0.82	0.07	0.67	△ 0.24	0.91
	売上高要因	1.68	3.01	0.38	3.18	2.35	2.91
	価格要因	△ 0.24	0.11	△ 0.45	△ 0.03	△ 0.09	0.21
	数量要因	1.92	2.90	0.83	3.21	2.44	2.70
	固定費要因	△ 1.75	△ 2.19	△ 0.31	△ 2.52	△ 2.59	△ 2.00
為替差損益	0.04	△ 0.02	0.06	△ 0.14	0.05	0.04	

(注) 要因別寄与度は以下の算式による。

$$\pi/S = 1 - V/S - F/S$$

$$\Delta(\pi/S) = -\Delta(V/S) - \Delta(F/S)$$

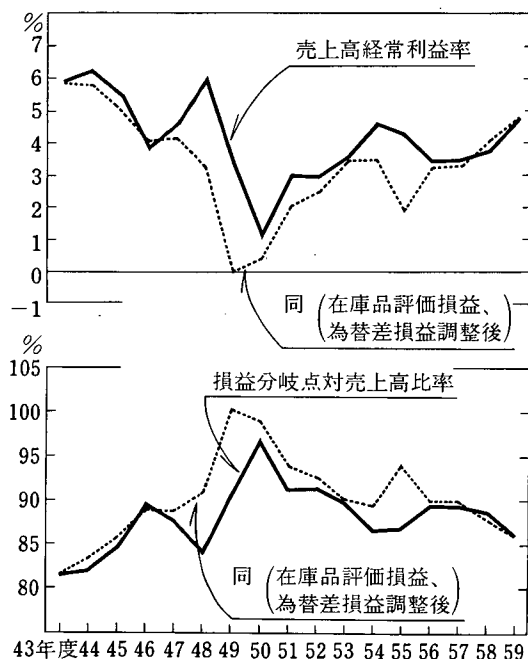
$$\text{なお、}\Delta(F/S) = \Delta F/S - \Delta P \cdot F \cdot Q/S^2 - \Delta Q \cdot F \cdot P/S^2$$

{ S: 売上高、 $\pi$ : 経常利益、V: 変動費、F: 固定費 }  
 { P: 売上げ価格、Q: 売上げ数量 }

(同+3.7%→+7.9%)が最大の要因であるが、為替相場の円安傾向が改まらなかったにもかかわらず、輸入原材料価格が低下し、企業の交易条件が改善したこと等も寄与している。業種別には、加工、素材両業種ともかなりの増益となっているが、電気機械、自動車等加工業種が輸出を中心とする売上げ増加による固定費軽減効果に支えられているのに対して、鉄鋼、化学等素材業種では、売上げの伸びは相対的に低く、原材料価格の低下による交易条件の改善が主因となっている

(第1図)

売上高経常利益率・損益分岐点对  
売上高比率の推移 (製造業)



(注) 1. 在庫品評価損益は以下の算式により試算。

$$Z = I_t - I_{t-1} - (I_t - I_{t-1} / P^s_t - I_t / P^s_{t-1}) \cdot P^f_t$$

$$\left( \begin{array}{l} Z : \text{在庫品評価損益} \\ I_t : t \text{ 期末の棚卸残高} \\ P^f_t : \text{期中の在庫デフレーター} \\ P^s_t : t \text{ 期末の在庫デフレーター} \end{array} \right)$$

2. 在庫デフレーターは、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」による。

(第2表)。

このように業種によって収益改善要因の相違があるものの、売上高経常利益率で製造業の利益水準をみると、59年度は4.71%となり、前回景気拡大局面でのピーク(54年度4.53%)を上回り、48年度(5.91%)以来のレベルとなった(第1図、なお、物価変動に伴う在庫品評価損益等を除く実勢ベースでは45年度に次ぐ水準である(注2))。

(過去の景気拡大局面との比較)

58年度以降の今次景気拡大局面では、製造業の売上げは前回拡大局面(53~54年度)と比べて相対的に低い伸びにとどまっている(売上高増加率53~54年度+21.1%、58~59年度+12.3%)が、そうしたなかで収益は大きく改善しており(経常利益率<実勢ベース>の

(注2) 主要企業では、在庫品評価の方法として総平均法(当期末の在庫残高を前期末の残高に係るデフレーターと期中の平均投入・産出価格との加重平均により評価)を採用する先が多いが、その場合期中の平均投入・産出価格で前期末および当期末の在庫残高を評価して算出される、いわば実勢ベースの変動費とはかなりの乖離を生じる場合がある(この差額が在庫品評価損益に相当)。したがって、企業のコスト構造をより実態に即してみるには、企業会計による費用から在庫評価損益や為替差損益を控除して見る必要がある(在庫品評価の具体的な方法は第1図(注)を参照)。

(第3表)

## 前回・今回の景気拡大局面における収益改善要因(製造業)

		前 回 (52→54年度)	今 回 (57→59年度)
売上高経常利益率		2.90→4.53%	3.70→4.71%
改 善 幅(A)		1.63	1.01
在 庫 評 価 損 益(B)		1.37	△ 0.21
為 替 差 損 益(C)		△ 0.69	0.03
実勢改善幅(A-B-C)		0.95	1.19
要 因 別 寄 与 度	変 動 費 比 率	△ 0.81	0.88
	交 易 条 件 投 入 原 単 位	△ 3.58 2.77	1.42 △ 0.54
	固 定 費 比 率	1.76	0.31
	売 上 高 要 因	5.31	3.23
	価 格 要 因	2.13	△ 0.60
	数 量 要 因	3.18	3.83
	固 定 費 要 因	△ 3.55	△ 2.92

- (注) 1. 前回、今回の改善幅は、各54、59年度と同一企業ベースで算出(以下第4、5表も同様)。  
2. 交易条件、投入原単位は、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」から試算。

改善幅53～54年度+0.95%ポイント、58～59年度+1.19%ポイント)、対照的な姿となっている。

売上高経常利益率に即して企業収益の改善要因を比較してみると、今次景気拡大局面では変動費比率低下の影響が大きい(第3表)。すなわち、59年央以降為替相場の円安傾向が続いたにもかかわらず、海外一次産品市況の軟調を映じて原材料が大きく値下がりしたため、製品価格も若干下落したものの、交易条件が大幅に改善した(売上高経常利益率の改善に対する変動費比率低下の寄与度+0.88%ポイント)。この点、前回は、国内民間需要回復過程で原材料の節減等投入原単位の引下げが進展したものの、第2次石油危機の発生(53年末)に伴って交易条件が悪化したため、変動費比率はかなり上昇した(同△0.81%ポイント)。

一方、固定費比率については、売上げが金額、数量とも大幅に増加した前回に比較すれば、今回は製品価格の低下もあって売上げ増加による固定費軽減効果は小さい姿になっている(固定費比率低下の寄与度、前回+1.76%ポイント、今回+0.31%ポイント)。

固定費の内容をやや詳細にみると、まず人件費比率については売上げ増加率の相違を反映して全体としての改善幅が異なっている(前回+1.21ポイント、今回

(第4表)

## 人件費の改善要因(製造業)

		前 回 (52→54年度)	今 回 (57→59年度)
人 件 費 比 率		12.15→10.94%	11.01→10.80%
改 善 幅		1.21	0.21
寄 与 因 度 別	1人当り人件費	△ 1.74	△ 1.06
	雇 用 者 数	0.72	0.03
	売 上 高	2.22	1.24

(注) 要因別寄与度は以下の算式による。

$$\Delta(W \cdot L/S) = \Delta W \cdot L/S + \Delta L \cdot W/S - \Delta S \cdot L \cdot W/S^2$$

(S:売上高、W:1人当り人件費、L:雇用者数)

(第5表)

## 純金融費用の改善要因(製造業)

		前 回 (52→54年度)	今 回 (57→59年度)
純 金 融 費 用 比 率		2.26→1.86%	1.54→1.01%
改 善 幅		0.40	0.53
要 因 別 寄 与 度	金 融 収 益/売 上 高	△ 0.36	△ 0.12
	運 用 利 回 り(A)	△ 0.23	△ 0.17
	運 用 残 高/売 上 高(B)	△ 0.13	0.05
	金 融 費 用/売 上 高	0.76	0.65
	有 利 子 負 債 金 利(C)	0.03	0.39
	有 利 子 負 債 残 高/ 売 上 高 (D)	0.73	0.26
	金 利 要 因(A+C)	△ 0.20	0.22
	残 高 要 因(B+D)	0.60	0.31

+0.21%ポイント)。また、前回は素材、加工業種とも人員の削減を進め、そのコスト改善効果が目立っているのに対して、今回は加工業種での雇用増もあって雇用者数は製造業全体で横ばいとなり、むしろ物価の安定に伴い賃金上昇率が小幅にとどまったことが寄与している(第4表)。

次に純金融費用(金融費用-金融収益)比率をみると、有利子負債残高の低下は前回は比べて少ないが、今回は金融自由化、国際化が進展する中で資金の効率的な調達、運用が図られ、金利要因が好転している(第5表、純金融費用の改善幅

+0.53%ポイントに対する金利要因の寄与度+0.22%ポイント)。調達金利と運用利回りを比較すると、調達金利は、割安な資本市場からの調達増加の影響もあって大幅に低下している一方、運用利回りはCD、外貨預金、有価証券等自由金利商品への運用増加を背景に小幅の低下にとどまっている(注3)。

(業種間格差)

59年度の収益動向を業種別にみると、素材業種の改善(経常利益前年度比+55.5%)が加工業種(同+26.4%)を上回ったが、利益水準でみると依然業種間格差が残存している。売上高経常利益率でみると、第1次石油危機の発生に伴って拡大した業種間格差は、前回景気拡大局面では若干縮小(54年度の売上高経常利益率、素材業種4.06%、加工業種5.00%)したが、その後再び拡大し、59年度でも乖離幅が2.08%ポイントとなっている(第6表)。

このような素材、加工業種間の格差はもちろん2度の石油危機による交易条件悪化のインパクトを素材業種がより大きく被ったことにあり、第1次石油危機以降の素材、加工業種のコスト(対売上高比率)を比較してみると、素材業種の変動費比率悪化幅は加工業種のほぼ2倍に達した(59年度の対48年度比悪化幅、素材

(第6表)

売上高経常利益率の業種間格差

(製造業平均からの乖離幅)

(単位%ポイント)

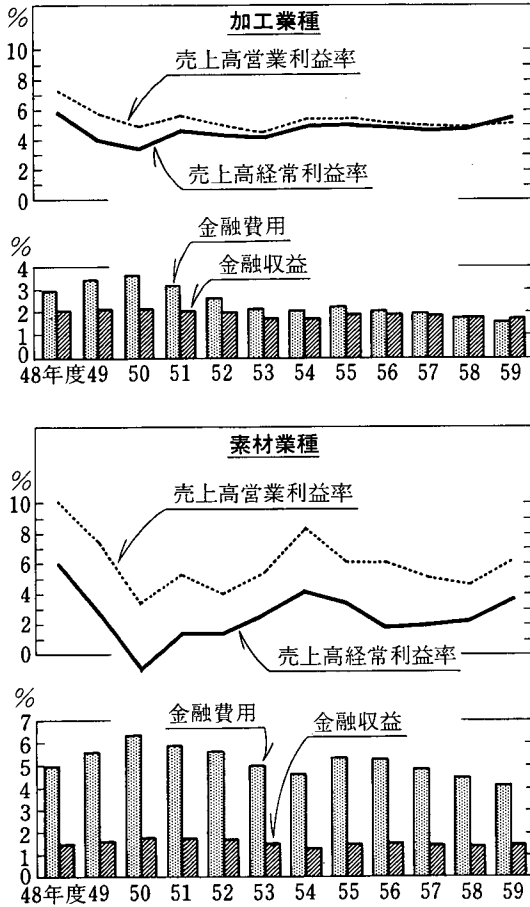
	48年度	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59
素材業種	0.02	△0.62	△2.19	△1.59	△1.58	△0.90	△0.47	△0.86	△1.67	△1.52	△1.51	△1.23
加工業種	△0.02	0.74	2.40	1.71	1.53	0.80	0.47	0.87	1.58	1.33	1.13	0.85

(注3) 金融緩和局面では資金運用利回りが調達金利に遅行して低下する傾向があるが、今回の金融緩和局面では下表のとおり前回緩和局面に比較して運用利回りの低下幅が小幅にとどまっております、自由金利商品での運用増がかなり寄与していると推測される(なお、有価証券の運用増に伴うキャピタルゲインや含み益等は運用利回りに含まれていない)。

	49年度→53年度	55年度→59年度
調達金利の低下幅(A)	- 3.02 %ポイント	- 2.42 %ポイント
運用利回りの低下幅(B)	- 2.15	- 1.30
(B)-(A)	0.87	1.12
自由金利商品* の増加額 構成比	70.1 %	76.1 %
うち CD、外貨預金等	0.3	16.7

\* CD、外貨預金、株式その他有価証券等。

[第2図]  
素材・加工業種別の収益、金融収支動向



業種4.32%ポイント、加工業種2.23%ポイント)。こうしたなかで、固定費の面では素材業種の減量経営が進み、とくに人件費、減価償却費の節減は加工業種を上回る進展をみた(人件費、減価償却費両費用の低下幅、素材業種1.99%ポイント、加工業種1.22%ポイント)が、純金融費用については、業績の良し悪しが、資金調達コストに響き、素材業種の改善幅が加工業種に比べて小幅にとどまっている(素材業種0.82%ポイント、加工業種1.03%ポイント)。

純金融費用の動向を若干敷衍すれば(第2図)、素材業種で、第1次および第2次石油危機後に収益悪化等から金融費用が膨らみ、全体としての金融収支改善テンポが緩慢であったのに対して、加工業種は業績好調を反映して割安な社

債発行等資本市場からの調達力が高まったこともあって、ほぼ一貫して改善傾向をたどっており、58年度以降は金融収益が費用を上回るに至っている。こうした純金融費用の違いを反映して、加工業種では売上高経常利益率の改善テンポが売上高営業利益率を上回り、59年度には売上高経常利益率の方が高い水準となったが、素材業種は依然として両者の乖離が大きい状態を続けている。

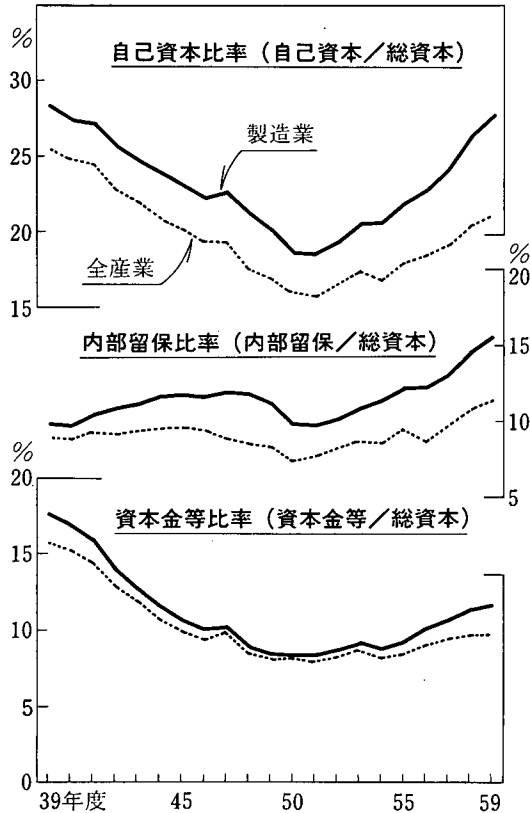
## 2. 財務内容の変化

### (自己資本比率の向上)

一方、財務内容面をみると、自己資本比率の向上が目立っており、とくに製造業では51年度(18.44%)をボトムにかなりのテンポで上昇、59年度には27.58%と39年度(28.27%)以来20年ぶりの高い水準に達した(第3図)。この自己資本比率

[第3図]

自己資本比率の推移



(注) 内部留保=利益準備金+その他の剰余金-配当金・役員賞与金  
 資本金等=資本金+新株式払込金+資本準備金

(第7表)

自己資本比率の上昇要因(製造業)

	51年度	59年度	51→59 年 度	54→59 年 度
自己資本比率	18.44%	27.58	9.14	7.02
うち 内部留保	9.71	15.53	5.82	4.14
資 本 金 等 (含む資本準備金)	8.32	11.61	3.29	2.88

(参考)

米 国			西 独		
51年度	59年度	51→59 年 度	51年度	58年度	51→58 年 度
53.35%	46.45	△ 6.90	31.74%	31.14	△ 0.60
37.83	33.52	△ 4.31	14.46	16.52	2.06
14.85	12.35	△ 2.50	14.87	13.32	△ 1.55

(注) 1. 米国は“Quarterly Financial Report”, U.S. Department of Commerceによる。  
 2. 西独は“Wirtschaft und Statistik, Unternehmen und Arbeitsstätten”, Statistische Bundesamtによる。

(内部留保の充実)

内部留保はもとより期間収益自体によって規定されるが、企業の決算姿勢にも

の水準は、米国企業とはまだ差があるものの、欧州諸国の企業との比較では遜色のないところまで向上したといえよう(米国企業についても、50年代に入り内部留保の増加が設備投資を下回っていることもあって自己資本比率は低下傾向をたどっており、格差はかなり縮小している(注4))。

自己資本比率の上昇について、これを構成する内部留保と資本金等(資本準備金を含む)に大別してみると、52年度以降内部留保が一貫して増加しているが、55年度からはこれに加えて資本市場からの調達増加も少なからず寄与している(第7表)。そこで、自己資本比率の上昇が目立つ製造業について、内部留保と資本市場調達の動向をやや詳しく検討してみよう。



(第8表)

## 利益配分の推移(製造業)

(単位%)

	51年度	52	53	54	55	56	57	58	59
当期純利益の社内留保率	49.3	54.1	59.8	70.0	69.9	60.3	66.5	64.7	68.3
配当率	10.4	9.6	10.0	11.0	11.8	11.9	11.7	12.4	12.6

(注) 社内留保率 =  $1 - (\text{配当金} \cdot \text{役員賞与金}) / (\text{当期純利益})$ 配当率 =  $\text{配当金} / (\text{前} \cdot \text{当期末資本金} / 2)$ 

少なからず左右される。51年度以降の社内留保率(内部留保増加額/当期純利益)をみると、収益好調時に企業が配当安定化を考慮して社内留保率を上げる傾向も否定できないが、根底には近年における企業の内部留保重視の経営方針が反映されている(第8表、ちなみに社内留保率は40年代平均46.6%、51~59年度平均62.5%)。

こうした内部留保の増加は、財務構成面からみると、設備投資に振向けるか、外部資金の返済に充当されて事後的にバランスすることになる(資金需給の観点から、企業の貯蓄と投資の関係をみる場合には両者に減価償却費を含めるが、ここでは決算書類に基づいて検討するため、設備投資は減価償却後のベースである)。そこで、内部留保を中心として設備投資(有形固定資産増加額)と外部資金(有利子負債および資本金等の増加額)との関係を振返ってみると(第4図)、第1次石油危機以降3つの時期に区分できる。最初は石油危機発生後50年度にかけて

(注4) 米国における製造業の自己資本比率の低下は、①利益の社内留保率がわが国に比べて低いという事情もあって内部留保の増加率が低率にとどまった(51~59年度中の社内留保率<平均>米国58.6%、日本62.5%、同内部留保増加率<年率>米国+7.9%、日本+11.9%)一方、②設備投資がそれを上回る増加を示した(同有形固定資産増加額<償却後、年率>米国+10.7%、日本+4.6%)ため。なお、51~59年度中の製造業における貯蓄と投資のバランス(増加額構成比)は下図のとおり。

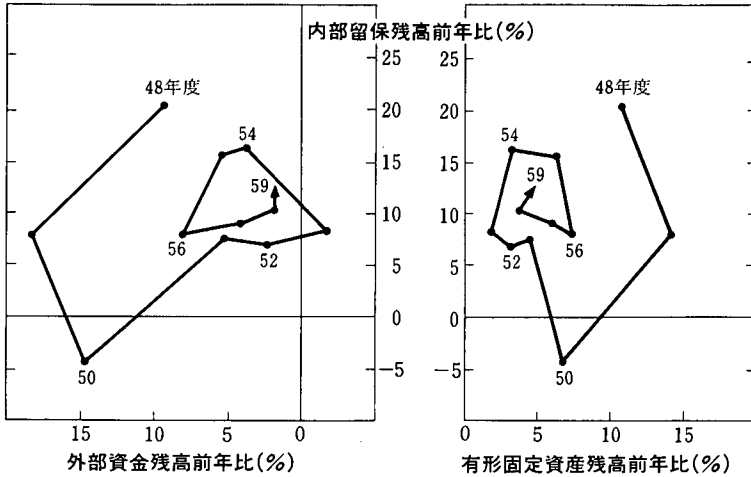
日 本		米 国**	
棚卸資産 (38.6%)	外部資金* 調達 (32.9%)	棚卸資産 (27.1%)	外部資金* 調達 (45.1%)
有形固定資産 (61.4%)	内部留保 (67.1%)	有形固定資産 (72.9%)	内部留保 (54.9%)

\* 外部資金調達には企業間信用等を含む。

\*\* 米国は“Quarterly Financial Report”, U.S. Department of Commerceによる。

〔第4図〕

## 内部留保と設備投資、外部資金調達との関係（製造業）



(注) 外部資金=有利子負債+資本金+新株式払込金+資本準備金

であるが、この時期には設備投資が抑制されたものの、企業収益の不振が著しく(50年度には内部留保の取崩しを実施)、外部資金がむしろ増加傾向をたどった。次に、51年度から54年度にかけては収益の改善から内部留保が増加に向かったものの、設備投資が抑制的に行われ、外部資金も圧縮された時期である。55年度以降最近までは、輸出不振に伴って設備投資の調整を余儀なくされた局面(57年度)もあったものの、達観すれば、50年代前半に比べて設備投資増加額は比較的高水準で推移しているが、それを上回って内部留保が増加したため、外部資金調達は低水準にとどまっている。

したがって、財務構成における内部留保比率(内部留保/総資本)の上昇を企業の投資行動に即してみると、50年代前半は企業の減量経営に支えられたパターンであったのに対して、近年は設備投資が堅調に推移しているが、それを上回る企業収益の好調や社内留保重視の経営姿勢によって達成されていると評価できよう。

## (資本市場からの調達増加)

上記のとおり、外部資金全体としては最近でも引続き小幅の増加にとどまっているが、そうしたなかであって調達市場や手段の多様化が大きく進展している(第9表)。すなわち、外部資金の増加額構成比をみると圧倒的なウエイトのある借入金が圧縮され、時価による資本市場からの調達が55年度以降増加してきたが、58年度からはそうした傾向に一段と拍車がかかっている。時価発行を中心と

(第9表)

## 外部資金調達構成比(製造業)

(単位%)

	年度間増加額ベース					年度末残高ベース		
	55年度	56	57	58	59	51年度末	55	59
外部資金調達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
借入金 (含む割手)	65.0	53.4	33.7	△73.5	△115.6	77.0	73.8	63.1
普通社債	△0.8	1.3	10.4	△10.8	△11.6	5.8	5.6	4.5
転換社債(A)	△3.0	8.7	16.0	86.9	115.9	2.5	2.4	7.3
新株引受権付社債(B)	—	—	—	16.4	17.1	—	—	0.9
株式(含むプレミアム)(C)	38.8	36.6	39.9	81.0	94.2	14.7	18.2	24.2
(A)+(B)+(C)	35.8	45.3	55.9	184.3	227.2	17.2	20.6	32.4
外貨 <sup>(注)</sup>	10.0	△3.7	9.1	23.5	26.8	3.4	6.0	6.2

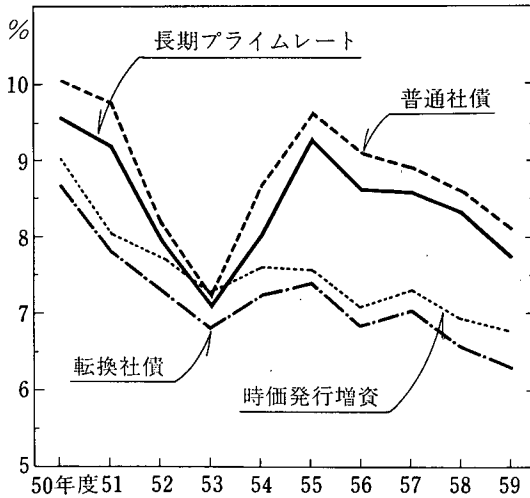
(注) 外貨借入金と外債(転換社債を含む)の合計。

する株式による資金調達は58年度以降前年比2倍近い規模となり(増加額構成比58年度81.0%、59年度94.2%)、加えて転換社債のそれを上回る急増(同58年度86.9%、59年度115.9%)や新株引受権付社債の発行(同58年度16.4%、59年度17.1%)もあって資本市場からの調達が大幅に増加している点が目立っている。これに対し、割高な借入金は58年度に続き59年度も返済超となっている(同58年度△73.5%、59年度△115.6%)。この結果、外部資金調達残高に占めるウエイトは、借入金が55年度以降1割強減少(55年度73.8%→59年度63.1%)している一方、時価発行を中心とする株式(同18.2%→24.2%)、転換社債(同2.4%→7.3%)のシェアが高まっている。

このように資金調達の多様化は資本市場からの時価による調達増加を中心として進展しているが、これには基本的に調達コストの高低が働いていると考えられる。一定の前提を置いて時価発行および転換社債による資金調達コストを試算し、借入金利(長期プライム・レート)と比較してみると(第5図)、54年4月からの金融引締めを反映して借入金利が大きく上昇したが、この間、時価発行、転換社債による調達コストを左右する株価は堅調に推移したため、資金調達コストの乖離が生じた。55年8月以降の金融緩和政策によって借入金利が低下したものの、株価は米国金利の上昇や、外人売り等を映じて低迷する時期(56年央から57年央)もあったが総じて上昇を続けており、時価による資本市場からの調達コストは借

〔第5図〕

## 資金調達コストの推移



- (注) 1. 転換社債、時価発行増資は、各年度の発行企業の平均株価、配当金をもとに、発行後10年間の平均金利を試算したもの。  
 2. 普通社債はA A格、10年ものの年度間平均金利。  
 3. 長期プライムレートは年度間平均金利。

入金利(長期プライム・レート)を1%前後下回る状態にある。こうした調達コスト面での割安さが生じている中で、金融自由化、国際化が進展した(例えば転換社債の発行条件の弾力化や完全無担保債の適格基準緩和、ユーロ円債の発行基準緩和)ことが資本市場からの調達を促進させている最大の要因であろう。

もとより、時価発行や転換社債による調達コストは将来の配当率如何あるいは株式への転換進捗状況によっても異なることになるが、基本的には株価に左右される面が強く、このため、資本市場からの資金調達面にも業種間格差が

みられる。ちなみに、自己資本比率について業種別に比較してみると(第10表)、内部留保が厚く、金融収支も51年度以降収入超となっている自動車では資本市場からの調達が小幅にとどまっているが、総じて資本市場からの調達は業績好調な

(第10表)

## 自己資本比率の業種別動向

(単位%)

年度	自己資本比率	素材業種				加工業種			
		うち 鉄鋼	化学	繊維	うち 一般機械	電気機械	自動車		
51年度	自己資本比率	14.99	13.89	18.33	19.94	22.84	23.44	25.91	30.40
	うち 内部留保	6.90	5.40	8.92	9.96	13.30	12.00	15.06	21.62
	資本金等	7.73	8.11	8.96	9.60	9.07	10.89	10.33	8.42
59年度	自己資本比率	19.47	14.76	26.08	24.28	34.57	35.97	36.02	41.75
	うち 内部留保	9.26	6.01	12.88	11.78	20.93	18.19	21.24	30.72
	資本金等	9.84	8.40	12.81	12.06	13.13	17.20	14.25	10.51
51→59年度	自己資本比率	4.48	0.87	7.75	4.34	11.73	12.53	10.11	11.35
	うち 内部留保	2.36	0.61	3.96	1.82	7.63	6.19	6.18	9.10
	資本金等	2.11	0.29	3.85	2.46	4.06	6.31	3.92	2.09

加工業種の方が多く、素材業種では内部留保に加え資本市場からの調達面でも不利な状況にあり、これが前記純金融費用の改善が遅れる一因になっているといえよう。

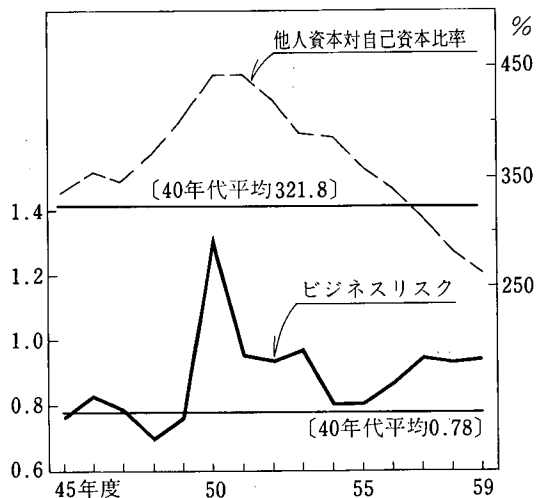
### 3. 企業の収益力

#### (収益の安定性)

これまでに述べてきたとおり、製造業の売上高経常利益率はきわめて高い水準に達しており、しかも増大する収益のより大きな部分が内部留保に回り、自己資本比率を高める形となっている訳である。こうした自己資本の充実は、金利変動による収益へのインパクトを軽減するほか営業面でのリスクの増大に対しても収益安定化の方向に作用する。

試みに、対象企業の利子支払前総資本経常利益率の変動係数(標準偏差値/平均値)

[第6図] ビジネスリスクと負債比率の推移 (製造業)



- (注) 1. ビジネスリスクは利子支払前総資本経常利益率の変動係数(標準偏差値/平均値)。  
2. 自己資本経常利益率には、以下のような利子支払前総資本経常利益率と他人資本対自己資本比率等との関係がある。

$$\pi = r + (r - i) \cdot D/E$$

$$\sigma \pi = (1 + D/E) \sigma r$$

$$\left( \begin{array}{l} \pi : \text{自己資本経常利益率} \\ r : \text{利子支払前総資本経常利益率} \\ i : \text{金融費用/他人資本} \\ D : \text{他人資本} \quad E : \text{自己資本} \\ \sigma : \text{標準偏差} \end{array} \right)$$

を算出してみると(第6図)、第1次石油危機直後に大きく上昇したあと一服しているが、最近時のレベルは40年代前半に比較するとかなり高い水準にある(40年代平均0.78、59年度0.94)。こうした利子支払前総資本経常利益率の変動は、技術革新の進行や需要構造の変化に伴う営業面でのリスクが増大していることを示唆している。

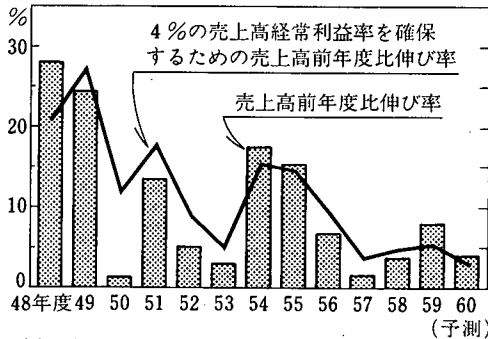
最近の自己資本の充実は、このように拡大傾向にある営業面でのリスクに対する抵抗力を強めているものであり、さらには新製品開発投資等中期的な経営戦略を可能にしている大きな背景となっているといえよう(注5)。

(低成長への適応力)

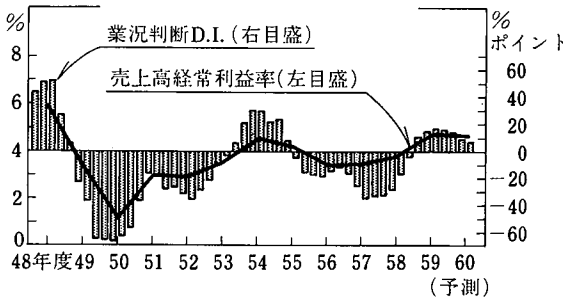
次に、一定の企業収益を確保するために必要な売上げ増加率を試

[第7図]

売上高の推移（製造業）



(参考) 業況判断D.I.と売上高経常利益率(製造業)



- (注) 1. 60年度予測および業況判断D. I. は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(60年8月)による。  
 2. 4%の売上高経常利益率を確保するための売上高の伸び率は以下の算式による。  

$$P = S/S_{t-1} - 1 \quad S = F_t / (1 - v_t - 0.04)$$
 { P : 売上高の伸び    S : 売上高  
   F<sub>t</sub> : 固定費        v<sub>t</sub> : 変動費比率 }

算することによって、企業の低成長への適応力をみることとする。企業にとって満足できる収益水準は業種等によって区々であろうが、ここでは4%近傍の売上高経常利益率を境にして「主要企業短期経済観測」による業況判断D. I. が「良い」超あるいは「悪い」超に転ずるという関係に基づき、4%の売上高経常利益率を確保するために必要な売上げ増加率を算出してみた(第7図)。それによれば、第1次および第2次石油危機の発生に伴って上記利益率達成に必要な売上げ増加率が上昇したものの、57年度以降は5%以下の増加率でも可能となっている。60年度については59年度のコスト構造が前記のとおり、変動費、固定費ともさらに改善されており、売上げ増加率が3%程度に低下してもなお

4%の売上高経常利益率を達成できる姿となっている(なお、60年8月調査の「主

(注5) 自己資本比率の上昇は収益改善効果としても作用する。ちなみに、製造業における51年度以降の自己資本比率の向上がなかった(有利子負債残高/総資本を51年度以降一定)とすれば、59年度の売上高経常利益率は3.91%にとどまっていたとの結果が得られ、自己資本比率の上昇は0.80%ポイントの増益要因として寄与している。

売上高経常利益率

	51年度	55年度	59年度
現実値(A)	2.93%	4.19%	4.71%
試算値(B)	2.93	3.61	3.91
(A-B)	0.00	0.58	0.80
有利子負債残高 総資本	51.09	44.27	39.22

---

要企業短期経済観測」によれば、製造業の60年度の売上げ増加率4.0%、売上高経常利益率4.64%の予測)。

上記4%という売上高経常利益率は企業の設備投資マインドを萎縮させない水準でもある訳であり、この試算は低成長経済の中でも企業が競争力を維持するための設備投資を継続できることを意味している。