

# 資本形成と貯蓄形成

江 見 康 一

## 1. 問題の設定

ここで取上げるのは、主として経済成長の視点に立って、その成長を規定する起動力としての資本形成と、それへの貯蓄径路を金融面から明らかにする点にある。

いうまでもなく、資本形成と経済成長との問題については、理論と実証の面から、すでに幾多の分析が行われてきたけれども、それらは、国民所得分析の本来的性格からいって、主として実物面からの、アグリゲートされた、フロー・ベースでの、さらにいえば純計で捉えた分析であって、実質国民所得の長期系列として結実するに至るまでの、経済諸要因の変動過程を十分明らかにしえない。問題は経済成長の内面的分析であり、そのためには、従来の分析に加えて、(1)貨幣、金融面の重視(2)部門分析(3)フロー分析とストック分析との関連、(4)ネットとグロスの関連を明らかにしなければならない。しかもこれら4つの点は、相互に関連しているものであって、(1)の分析はそれ以下の分析と相互に包摂し合う性質のものである。

最近アメリカにおける経済成長の金融的側面についての一連の諸文献<sup>1)</sup>は、以上にのべた分析方向が重視されてきたことを意味する。

これらの分析の指向するところは、経済成長を所得の増加や富の蓄積の局面だけで見ず、金融的

資産あるいは債務の蓄積されてゆく局面で見ようとするもので、しかも前者と後者の錯綜した関係に迫る点にある。このことは当然経済成長に伴う金融方法の変化および金融機関の役割の分析を必要とする。しかも financing ということは、元来資本財をかく得しようとする個別セクターのビヘビアにかかわる問題であり、そこにおいてのみ現実的意味をもつが、国民経済的アグリゲーションの中ではこの関係が捨象されざるをえない。経済成長を金融的側面から眺めようとする限り、基本的には個別セクターのレベルで貯蓄・投資径路を取上げねばならないのである。

## 2 個別部門における貯蓄・投資関係とその社会的総和

いま国民経済のセクターを、家計、企業、政府の3部門に分ち、それぞれの貯蓄と投資が次表のように示されたとする。

第1表 部門別貯蓄と投資

	S	I = $\Delta T + \Delta X$		
		$\Delta T$	$\Delta F$	$\Delta X$
企 業	10	25	-16	1
家 計	30	10	19	1
政 府	5	8	-3	0
計	45	43	0	2

但し、 $\Delta T$ は実物資産の増加、 $\Delta F$ は金融資産の増加、 $\Delta X$ は対外債権の増加。

まず最初に合計欄を見れば、国民経済全体をアグリゲートした資本形成は、実物資産と対外債権の増加を合計した45で、それは一方の国民貯蓄と見合っている。すなわち国民経済全体についてみれば、事後的に貯蓄・投資の均等が成立つ。しかし個々のセクターについてみると、貯蓄・投資(=実物資産の増加+対外純債権)は事後的にも等しくなっていない。すなわち企業部門についてみ

1) 主たる文献のみに止める。J. G. Gurley and E. S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development", *Am. Econ. Rev.*, Sept. 1955. "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process", *Jour. Finance*, May 1956, XI. R. W. Goldsmith, *A Study of Saving in the United States*, Vol. I, II, III, 1955. R. W. Goldsmith, *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900*, 1958.

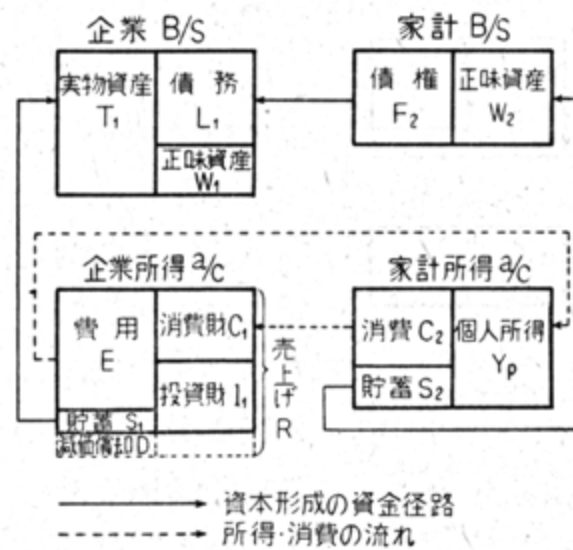
れば、その資本形成の 25 をまかなったのは、貯蓄の 10 と債務の純増 16 によってであり、貯蓄以上の投資が行われたことを意味している。それをガーリィ・ショー論文にならって赤字支出単位と名づければ、政府部門についても同様の関係が示されている。一方家計部門では逆に投資が貯蓄より少い。これを黒字支出単位と名づける。ところでこのように各セクターについて貯蓄・投資の不均等が国民経済全体について均等化するのには、赤字支出単位の債務の純増が、黒字支出単位の債権の純増によって消化されるからである。第 1 表 F 欄における金融債権は、個別経済の立場からは実物資産との関連において経済主体の投資の選好を示すものであるが、他部門における金融債務と見合っており、国民経済の内部においては、相互に相殺されてしまう部分である。F 欄が入ってきたことは、資本使用部門が自己の内部貯蓄だけで資本形成を賄いえず、その資金ギャップを他部門の貯蓄で賄わねばならぬこと、すなわち金融問題の発生を意味する。

次に見落されてはならないことは、たとえば企業部門の -16 でさえ、各種タイプの債務の増加と、各種タイプの債務の減少との最終差額、すなわち net flow として現わされており、gross flow の関係を示すものではない。すなわち債務を借入金、株式、社債の 3 つのタイプに分けたとすれば、株式、社債がへって借入金が増えたとか、長期負債がへって短期負債が増えたというような債務相互のシフトが行われた結果である。

第 3 に重要なことは、資本形成に参加する資金としての内部貯蓄と外部資金との区別である。

いま金融機関は考慮の外に置き、企業と家計部門について、それぞれ次のような貸借対照表と所得勘定がえられたとする。企業の貯蓄すなわち純留保利潤 (net retained profit) は、減価償却部分を除いた売上げ R から費用 E を差引いた  $S_1$  で、家計貯蓄は所得から消費を差引いた  $S_2$  である。企業の費用 E は、家計への支払いであり、 $C_1$  は家計からの受取りで、家計との関係では企業は支払超過になっている。一方家計では  $Y_p$  は企業からの受取り、 $C_2$  は支払いで企業に対し受取超過に

第 1 図



なっている。すなわち企業の支払超過が家計の受取超過に対応し、それによって家計の貯蓄が生み出される。すなわち家計貯蓄は企業の要素費用の支払いに依存している。

企業の資本形成は、所得勘定では  $I_1$  によって、貸借対照表では  $\Delta T_1$  によって示される。ところで所得勘定における  $I_1 > S_1$  は企業における貯蓄以上の投資を示すが、企業の貸借対照表ではそのギャップが家計の貯蓄  $S_2$  から来た  $\Delta L_1$  で補われたことを表わしている (家計は自己の実物資産への追加投資を行わないものと仮定する)。企業の貸借対照表の借方  $\Delta T_1$  は、資本形成の社会的総和を意味し、 $\Delta T_1 = \Delta L_1 + \Delta W_1$  となる。 $\Delta L_1$  は家計の正味資産  $\Delta W_2$ 、したがって貯蓄  $S_2$  に等しく、また企業貯蓄  $S_1$  は  $\Delta W_1$  に等しい。したがって、

$$\begin{aligned} \Delta T_1 &= \Delta L_1 + \Delta W_1 = \Delta W_1 + \Delta W_2 \\ &= S_1 + S_2 \end{aligned}$$

となる。これは最も簡単なモデルであるが、これに家計の資本形成を考慮し、金融機関を入れても基本的関係には変化はない。すなわち企業では、

$$\Delta T_1 + \Delta F_1 = \Delta L_1 + \Delta W_1 \quad \text{変形して、}$$

$$\Delta T_1 - \Delta W_1 = \Delta L_1 - \Delta F_1 \quad \text{したがって}$$

$$I_1 - S_1 = \Delta L_1 - \Delta F_1 \dots (1) \quad \text{となるが、}$$

$$\text{これは家計における、} \quad S_2 - I_2 = \Delta F_2 - \Delta L_2 \dots (2)$$

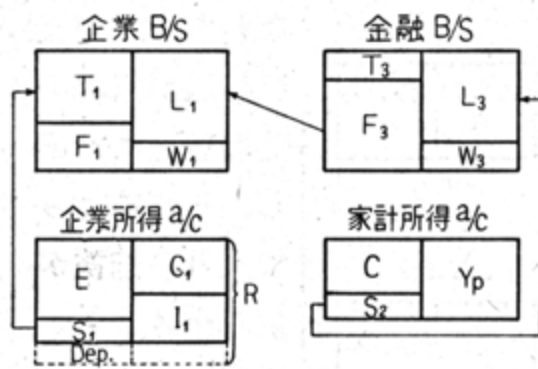
に対応している。(1)(2)の左辺はそれぞれ企業と家計における貯蓄・投資の資金ギャップが、右辺の貸借関係、すなわち金融的取引によって調整されたことを示している。

一方第 2 図から明らかのように、

$$I_1 - S_1 = E - C_1 \quad C_1 \text{ は家計部門からの受}$$

取りであるから、貯蓄・投資のギャップは、他部門との間の収支関係、すなわち非金融的取引によっても調整されることがわかる。金融的取引は利子率の変動によって、後者は所得水準の変動を通

第2図



(注)(1)  $F$ は金融資産、 $L$ は債務である。金融機関、家計もそれぞれ貸借対照表、所得勘定を合せ示さねばならないが簡単化のため省略す。  
 (2)  $S_1$ は $T_1$ と $F_1$ に向う。  
 (3)  $S_2$ のうち金融機関に向わないで家計に滞留するものがあればその部分に見合うだけ、中央銀行の通貨造出があると見ればよい。また $F_3$ の中に現金準備を考慮する場合も同じ。

じて調整されるのである。以上によって、国民経済レベルで考えた資本形成と貯蓄との関係は、個別部門のレベルでは、金融取引を通ずる貸借関係と分ちがたく結びついている。過去における国民貯蓄の推計は、企業の $\Delta F_1$ と家計の $\Delta F_2$ との和、すなわち金融的資産の増加によって、あるいは企業の社内留保 $S_1$ と $\Delta F_1$ および家計の $\Delta F_2$ との和によって考えられている。いずれの場合にも、これを国民貯蓄と結びつけるためには、金融面での二重計算と実物面での脱落を調整しなければならない<sup>2)</sup>。

### 3 貨幣貯蓄と実物貯蓄

企業と家計の金融的資産は、(1)現金および予金通貨(2)予金(3)保険(4)証券の4つの形態<sup>3)</sup>をとり、統計的には金融中間機関の $\Delta L_3$ を中心に考えられる。日本銀行の国民貯蓄実績<sup>4)</sup>はこれであるが、それは家計と企業の所有する金融的資産の合計であるから、国民貯蓄には直接結びつかない。したがって金融統計から $\Delta L_3 = \Delta F_1 + \Delta F_2$ としてえられる民間の金融的資産増加に、社内留保

2) これら国民貯蓄の概念については、ゴールドスマス、*Study of Saving*, Vol. I, pp. 23—24, およびアメリカのConsultant Committee on Saving Statistics, *Statistics of Saving*, 1955 参照。邦語文献では、宍戸駿太郎『国民貯蓄の循環』(中央経済社 昭31), 国民貯蓄推計上起りうる二重計算については、米沢治文「国民貯蓄推計」『日本統計学会年報』第8年, 昭14 参照。

3) 森田優三「国民貯蓄の推計」前掲『年報』第12年, 昭18。

4) 日本銀行『本邦経済統計』に、民間予貯金額と有価証券投資額の年増加を国民貯蓄実績として、昭和8年以降30年まで掲載してきたが、昭和32年報より、うち有価証券投資を除いて、民間予貯金額と改められた。

と個人住宅を加えたものをもって、民間貯蓄の近似値がえられるとしている<sup>5)</sup>。しかし $\Delta F_1$ の中には、社内留保にもとづいてえられた金融資産もあり、また家計貯蓄のうちには $\Delta F_2$ に向わないで実物資産としての個人住宅に向う部分もある。さらに個人住宅は、金融統計からは正確にえられないが、貸付にもとづく建設部分を考慮しなければならない。第1, 第3の場合は二重計算による控除を、第2の場合は加算を必要とする。これらの調整に必要な加減部分が相殺するものと仮定してはじめて、社内留保+民間金融資産増加額を民間貯蓄の近似値と見ることができるのである<sup>6)</sup>。

次に政府部門が均衡財政であるならば、政府貯蓄=政府投資と見なすことによって、民間貯蓄に政府投資を加えることができるが、現実には過不足があるから、実物面からの政府投資を金融面から推計した民間貯蓄にそのまま加えることは許されない。かくして金融面からの国民粗貯蓄の推計は、資本減耗引当+社内留保+民間金融資産増加額(重複分を除く)+政府経常余剰+国際収支差と

次に政府部門が均衡財政であるならば、政府貯蓄=政府投資と見なすことによって、民間貯蓄に政府投資を加えることができるが、現実には過不足があるから、実物面からの政府投資を金融面から推計した民間貯蓄にそのまま加えることは許されない。かくして金融面からの国民粗貯蓄の推計は、資本減耗引当+社内留保+民間金融資産増加額(重複分を除く)+政府経常余剰+国際収支差と

第2表 貯蓄率の比較

	実 物 面		金 融 面	
	篠 原	伊 東	筆 者	
明 39—43	%	19.9%	(8.3)	15.2%
44—大2		18.7	(9.1)	13.7
大 3—8	14.2	15.5	(22.6)	28.5
9—13	18.3	23.9	(12.3)	17.0
14—昭5	18.2	25.9	(9.9)	16.9
昭 6—10	17.2	17.0	(11.6)	18.4
11—15	23.3		(36.9)	35.6
平 均	大 8—昭 11 18.2	明 39—昭 10 20.5	明 39—昭 10 (14.5)	18.7

(注)(1) 各推計を昭和3—7=100とする一橋大学経済研究所卸売物価指数で実質化し、同じく大川推計による実質生産国民所得で除してえられた。

(2) 篠原推計はコモディティ・フロー法(『経済研究』4巻1号)、伊東推計は国富統計からえられたもの(The Growth Rate of the Japanese Economy since 1787)

(3) 筆者は、民間貯蓄に、実物面から推計した軍事設備を含まない政府投資を加え、それに国際収支差を加えたもの。カッコ内は民間貯蓄のみ。

(4) 期間は伊東推計に合せた。

(5) 金融面からのものには、山田雄三推計(『日本国民所得推計資料』東洋経済新報社)高橋寿常氏(『日本経済の構造分析』(上)東洋経済新報社)のものがあるが、いずれも森田推計にもとづく民間貯蓄だけのもので、筆者のカッコ内の数字に近い。

5) 前掲、森田「国民貯蓄の推計」

6) 筆者は「国民貯蓄の推計」(『統計』昭34・7, 日本統計協会)において、さらにこの点を展開した。

して示されるのである。この金融面からの貯蓄は理論的には実物面からの貯蓄、すなわち投資に見合わねばならないはずである。

第2表は、既存の実物面からの貯蓄・投資推計に、筆者の金融面からの貯蓄推計を貯蓄率の形でつき合せ比較したものである。表で見ると、最後の5年間を除いた平均の貯蓄率は、18~20%<sup>7)</sup>となり、先進諸国に比してかなり高く、この高い貯蓄率が資本形成を通じて高い経済成長率を促してきたことはいままでの問題、長期の平均としての貯蓄率はほぼ近似しているのに、期間別に比較した時には、3者の間にかんがりの格差があることである。篠原推計と伊東推計との差は、第1は後者の推計の基礎になっている国富調査の信頼性にある。昭和5—10年では、購入価格で採られているが、それ以前は帳簿価格であるので、物価上昇期には低く、低落期には高く出る。逆のことが、金融面と実物面との比較に現れる。すなわち、一般に物価上昇期には金融面が、物価下落期には実物面が上廻っており、物価安定期と見られる昭和6—10年に3者の値がほぼ等しくなっている。これらの理由としては、まずゴールド・スミスのいう金融相互関係比率(Financial interrelations ratio)<sup>8)</sup>がこの関係に適用できるであろう。無形資産/有形資産の比率を表わす金融相互関係比率は、無形資産の方が、一般物価水準に—そう敏感に適應するがゆえに、物価上昇期では高く、物価下落期には低いことが実証されている。また好況期における経済単位数の増大は、金融統計からえられる無形資産を相対的に増加させるであろう。金融面からの貯蓄が実物貯蓄を超えている大正3—8、昭和11—15は戦争に関係があり、たとえば戦時公債発行に伴う国民資本の増大はあっても、それに見合う軍事支出が国富を増大させないという、いわゆる死重債務増大の影響もあろう。以上のゴールド・スミスの考え方のほかに、推計手続として採った、金融的資産の対前年

末純増加額をもって民間貯蓄とする方式では、物価上昇期では過大に、物価下落期では過少になるであろう。また物価上昇期における金融資産が在庫評価益や資本余剰を反映する点も考慮しなければならぬ。そもそも実物貯蓄と貨幣貯蓄を、リアル・タームで比較する時、貨幣貯蓄はこれを何によってデフレートすべきか、大いに問題のあるところである。いずれにしても以上のような理論的・統計技術的諸点が、両者の貯蓄率のそごを来している理由と思われる。

#### 4 資本形成と企業の内部金融

事後的、かつ理論的には一致すべきはずの実物資本形成と国民貯蓄の成長率の間に、以上のようなそごがあるということは、金融面から、国民経済レベルでの貯蓄推計を行うことに主たる問題点があるためと思われる。重要なことは、そのような結果としてえられた貯蓄・投資の形成過程の解明にある。そこで資本形成の問題を再び企業レベルに戻し、企業の実物資産の増加が、どのような径路によって行われているか、それは経済成長に伴ってどのように変化してゆくか、の問題をまず企業の内部金融として追求する。

すでに掲げた第2図によって明らかのように企業の資本形成をまかなう資金源泉は、企業貯蓄、すなわち純留保利潤からと、金融機関からの借入れとにもとずいて行われる。前者は内部金融(Internal financing)、後者は金融中間機構(Financial intermediaries)を通じて行われる外部金融(External financing)の問題である。

われわれが、前節の第1、2図の単純化した図式で企業貯蓄の $S_1$ の流れを $\Delta T_1$ に結びつけたのは、企業の純留保利潤(net retained profit)と純資本形成とが結びつくものと仮定していたからである。しかし内部資金の源泉としては、純留保利潤のほかに減価償却があり両者を加えた粗留保(gross retention)の形で考えねばならない。一方資本形成の面においても、純資本形成と資本消費を加えた粗資本形成を考えねばならない。すなわち内部金融として見る限りは、粗留保と粗資本形成というグロスの概念を対応させた方が現実的なのである。

7) 高橋寿常氏は、ほぼ同じ期間についての平均貨幣貯蓄率として10~16%を示しておられるが、これは筆者のカッコ内の平均貯蓄率14.5%にほぼ合致する。

8) R. W. Gold Smith, *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900*, 1958. Chap. 2, 8.

しかし粗留保と粗資本形成とを対置して考えることも1つの仮定である。資金の流れは、単に資本形成だけに関連しているのではなく、あらゆる資産のかく得に関連しているからである。したがって粗資本形成でさえ、それに向う資金を識別することは困難といわなければならない。

いま企業の粗留保  $200 = \text{減価償却 } 100 + \text{純留保利潤 } 100$  とし、粗資本形成  $200$  が行われたとすると、内部資金から粗資本形成に向ったのは、 $100 \sim 200$  という幅 (range) でしか表わせない。一方当該企業の貸借対照表の借方に金融資産の増加が  $100$ 、貸方に負債の増加が  $100$  としてそれぞれ計上されているとすれば、外部資金から粗資本形成に向う部分も、 $0 \sim 100$  という幅で示される。したがって内部資金の粗資本形成に対する充足率は  $50 \sim 100\%$  という幅をもつ。ところで金融債権の増加の  $100$  は net flow であって、たとえばそれが債権の増加  $300$  と負債の返済  $200$  の差額として計上されたのであれば、実際に流れた企業の資金は内部資金の  $200$  と外部資金の  $300$  を合計した  $500$  であり、内部資金の資本形成に対する関与率は  $20 \sim 40\%$  という、より低い値で示されることになる。このような関係は、個別経済単位の貸借関係をアグリゲートしてゆく過程においても見られるから、アグリゲーションにおける単位数が多くなればなる程、資本形成に対する外部資金の総量を隠蔽してしまい、内部資金の部分を誇張する結果になるものと見られる。

あらゆる使途に用いられる金融と区別して資本形成のための金融を見つけ出すことは、一方における資金源泉を他方における資本形成の使途に正しく配分できる時だけであり、一応粗留保と粗資本形成の対応とか、長期資産と長期負債の対応を考えても、このような対応関係が意味をもつのは、個別経済単位についてだけである。内部金融対外部金融の関係、外部金融の中における各タイプの債務構成とその時間的变化もまた個別経済単位においてのみ正しく把握される。しかしこのような分析を満足させる統計的データはえられないから、資本形成のタイプ別に、国民経済をいくつかの個別部門に分け、各部門毎に先きの  $50 \sim 100\%$  とい

う range によってその推移を見る以外にはない。

この外部資金に対する内部資金の誇張ということは、特に横断面分析において重要であるが、内部資金だけを取り出し、それが資本形成にどのように流れてゆくかということの時系列分析では、一応この点を考慮の外において進められる。そこでまず内部資金としての粗留保と粗資本形成とを結びつけて、経済成長に伴う両者の関係に進む。

粗留保/粗資本形成の形で示された比率は、企業の粗留保が粗資本形成に対応しているという仮定に立って、前者が後者をどれだけ充足したかの関係を示す。この粗留保/粗資本形成比率を  $r$  とすれば、 $r$  が  $1$  のときには粗資本形成に外部資金が用いられないという仮定のもとに、粗資本形成と粗留保との対応関係が満されていること、換言すれば粗資本形成がすべて粗留保で充足されたことを意味する。現実にはこのような完全な対応関係はないから、次に示すような全資金と全用途との対応関係の中で  $r$  の推移を考えねばならない。

全資金

資金面……その他の資金 粗留保 = 減価償却 + 純留保 (純利潤)

全用途

用途面……その他の用途 粗資本形成 = 資本消費 + 純資本形成

上の関係によって、 $r$  が大きくなってゆくのは、(1) 純留保/純資本形成の比率の安定を仮定すれば、粗留保の中に占める減価償却の比重が高まる場合と、(2) 純留保/純資本形成の比率が高まる場合とである。後者は、純留保が純資本形成以外の用途にふり向けられるような場合でも、純留保と純資本形成とが対応すると見ることによって粗留保/粗資本形成の分子を過大評価する要因になる。一方純資本形成には事実上外部資金も参加するから、これは分母を過大評価する。したがって両者は相殺関係に立つので、資本形成に資金径路を結びつける時には、どちらの要因が強かったかを見なければならない。以上のうち(1)は主として企業の資本蓄積に伴う内部的要因によって、(2)は同じく景気変動に伴う外部的要因によって影響を受けるものと考えられる。

第3表 アメリカにおける資本形成と留保所得との比較(全法人企業)

金額単位 10億ドル

	粗資本形成 (1)	減価償却 (2)	貯蓄 (純留保) (3)	粗留保 (2)+(3) (4)	純資本形成 (1)-(2) (5)	(4)/(1) (6)	(2)/(1) (7)	(3)/(5) (8)
1897~1904	12.0	4.1	4.9	9.0	7.9	0.75	0.34	0.69
1905~1914	24.3	10.1	7.0	17.1	14.2	0.70	0.42	0.49
1915~1919	23.4	13.0	9.8	22.8	10.4	0.97	0.56	0.94
1920~1929	72.4	40.4	20.4	60.8	32.0	0.84	0.56	0.64
1930~1934	12.2	19.7	-16.9	2.8	-7.5	0.23	1.61	—
1935~1939	22.2	19.0	-4.1	14.9	3.2	0.67	0.86	—
1940~1945	35.3	28.5	17.2	45.7	6.8	1.29	0.81	2.53
1946~1949	71.6	32.8	23.6	56.4	38.8	0.79	0.46	0.61
1946~1956						0.81	0.60	0.55

資料：R. W. Goldsmith, *A Study of Saving in the United States*, Vol. I, Tables R-27, R-29, P-5, P-11, P-19, C-1 および C-41  
にもとづき, S. Kuznets が資本形成の概念に対応するよう調整したもの。

注：物価上昇に伴い (1)減価償却が原価主義で行われることからくる過少評価 (2)在庫品の値上りがあり, さらに (3)同じ物価上昇が純利潤を増加させる関係がある。上表はこれらを調整したものとして呈示されている。

以上は1つの仮説であるが、これをアメリカの法人企業についてのゴールド・スミス推計(第3表)によって検討する。第3表(6)欄は $r$ の推移を示すが、この比率は2回の大戦を含む時期と、1920年代の繁栄の時期に高く1930—34年の大不況時に低い。第1次大戦を含む時期では、粗留保と粗資本形成との十分な対応関係によって、第2次大戦期においては、純留保の純資本形成に対する著しい超過によっている。一方1920年代は、粗留保、粗資本形成ともに前期に比較して急増しているが、それぞれの内容を見ると、貯蓄以上に投資、すなわち純資本形成が行われた関係が強く現れている。このことは外部資金によって純資本形成が行われた部分が大いことを意味する。同じような関係は戦後の1946—49年の時期にも、またやや近い関係として1905—14年の時期にも見出すことができる。

一方1930—34の時期についての $r$ は、負の企業貯蓄によって著しく低められ、高い減価償却率がその減少を緩和している。このようにして、粗留保/粗資本形成比率 $r$ は、内部金融と粗資本形成との結びつきを示すに十分な指標ではなく、また $r$ の推移を長期的トレンドとしてはっきりした形で指摘することも困難である。ただ2回の大戦と1930年代の不況期を例外的な時期として除けば、法人企業における $r$ は、(6)欄によって0.70~0.80という、ほぼコンスタントな値によって示される。しかしこれを分解して考えれば、減価償却/粗資本形成の比率-(7)欄-は、同じく例外的

時期を除いて上昇トレンドを示しているが、純留保利潤/純資本形成は、反対に減少傾向にあるといえる。これについては第3表だけからではなく、企業の保有する金融資産と債務との比率、すなわち第2図での $\Delta F_1/\Delta L_1$ の推移をあわせ見る必要がある。かくして、第3表からわれわれの推定しうる結論は次のようである。すなわち企業の資本蓄積に伴って減価償却率は増大し、一方企業貯蓄-純資本形成率は減少傾向にある。後者は外部資金によってカバーされ、長期的には粗留保-粗資本形成率のconstancyを保つが、短期的には拡張の時期は、主として外部資金の注入という外部要因によって行われる。しかも資本形成の収縮期(たとえば2回の大戦時)に相対的に大きくなる純留保が、次の時期の外部資金と結びついて、拡張を一そう促進するという点が重要である。貯蓄・投資の資金ギャップの調整は、これを企業レベルで見ると、貸借関係を通じ、期間を隔てて行われているのである。もちろん第6表だけでこのような結論を裏づけるには不十分である。all corporations といっても、そのカバレッジや、含まれた個々の企業の産業別・業種別・資本金規模別の分布とその変動を分析しないでは、少なくとも企業の資本形成と資金径路の関係を正しく把握することはできない。全体として見られた企業の中には、maturityや独占度に差があり、またgrowing industryの絶えざる参加も行われる。前者は内部資金に、後者は外部資金に依存度が高い。アメリカにおける部門別の内部金融/粗資本形成

の比率の長期トレンドは、企業部門が僅かに上昇、住宅がこの傾向を減殺し、さらに政府部門が加わって国全体としては僅かに減少傾向を示している<sup>9)</sup>。すなわち法人企業の内部留保の充実が、一方における家計・政府部門の借入増大と見合っているのである。もちろんこのようなアメリカ経済での内部金融をめぐる資金径路の問題が、資本蓄積の低かった日本経済にあてはまるわけではない。資料の関係上 社内留保/生産者耐久設備 の推

第4表 日本における内部資金/資本形成

単位 100 万円

	社内留保 (A)	生産者耐久 設備(B)	(A)/(B)
大 3	25	93	0.26
大 8-11	△225	2.330	-0.09
大12-昭 2	95	1.764	0.05
昭 3-7	△58	2.176	-0.03
昭 8-11	1.536	3.934	0.39

注：(A)は山田推計 (B)は篠原推計(国内生産額のみ)、  
(A)/(B)を r になぞらえて厳密に対応させることはできないが、傾向を見るに足る。

移を見れば第4表で示されるが、これは何よりも内部資金の絶対的レベルの低さを示している。

### 5 経済成長と外部資金

資本形成に伴う外部資金の径路を企業のビヘビアに則して考えれば、外部資金の構成における各種資金タイプの変化として捉えることができ、これは資金供給機構としての金融的中间機関の発達と密接に関連がある。ゴールド・スミスを始めとする諸氏のアメリカ経済についての推計によれば、全外部資金の中に占める Equity funds の比率も、長期借入金の比率も低落傾向にあり、かつ長期借入金の中に占める Equity funds も下っている。これは成熟に達した大会社が、資金調達において外部資金から内部資金へシフトしてゆく関係と見られる。一方資本蓄積の進展は、つぎつぎ企業単位の Equity funds に加わってゆくから、そのような自己資本の充実が、同時に他の外部資金借入れへの危険因子を少くし、ひいては Financial

9) 既掲ゴールド・スミスの『貯蓄の研究』をはじめ、Glebler, Blank, and Winnick, *Capital Formation in Residential Real Estate*, 1956; Dobrovolsky, *Capital Formation and Financing in Mining and Manufacturing* 1956; その他 Tostlebe, *Capital Formation in Agriculture*, 1956, などを総合的に判断してえられる。

position を強める方向に働くであろう。これら内・外資金に対するおのおのの依存作用は、企業の成長局面によって異なるであろう。いま、外部資金を長期性と短期性とに分ければ、アメリカの法人企業においては、全外部資金に対する短期負債の比率が上昇し、一方長期負債の比率は長期的には低下してゆく傾向にあるといわれる。短期負債に見合うものは短期資産であり、それは在庫と金融資産とから成っている。一方耐久資本財は、それに見合う貨幣資本の循環を固定させるから、まず内部資金によって充足され、ついで外部資金としての Equity funds, 社債, 長期借入金に依存するのが原則である。したがって内部資金の充実が、固定資産取得のための外部資金需要を緩和し、ひいては外部資金による短期資産の取得を容易にするであろう。このことは、企業の資産構成面において、生産の大型化、長期化が、それに見合った短期資産の増大を必要とする事情に対応するものである。全体としての企業部門が、長期資金から短期資金へシフトしてゆく関係は、家計と政府部門における借入金の増大に見合っている。家計の資本形成である住宅建築は長期負債であり、政府部門の資本形成もまた長期負債と見られるからである。

このような企業の成長に伴う外部資金の分析を日本経済について試みることは、国民貯蓄の推計からはできない。別に貸出面の構成を見なければ

第5表 外部資金と構成比の変動

金額は単位 100 万円

	外部資金	銀行予	庶民貯	保険	証券	証券内訳	
		金銭	金			金融機	私人
		(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
明 26-30	328(100)	44.5	1.0	1.5	53.0	36.5	63.5
31-35	466(100)	38.8	0.7	2.1	58.4	31.0	69.0
36-40	1221(100)	34.5	5.4	1.7	58.4	21.3	78.7
41-大1	1285(100)	33.2	9.7	2.9	54.2	36.8	63.2
大 2-6	2688(100)	74.6	14.7	1.8	8.9	85.7	14.3
7-11	10329(100)	36.1	8.4	1.8	53.7	40.1	59.9
12-昭2	6519(100)	31.3	18.7	7.5	42.5	52.1	47.9
昭 3-7	6280(100)	19.6	22.9	12.3	45.2	50.6	49.4
8-12	13103(100)	38.4	18.1	15.7	32.8	65.8	34.2
13-17	69830(100)	43.1	23.7	9.1	24.1	72.1	27.9

注：(1) 筆者の国民貯蓄推計のうち、(A)-(D)の合計を企業との関係で一応外部資金と見なした。  
(2) 庶民貯蓄は、郵便貯金、信用組合貯金、無尽資金の合計である。  
(3) (D)は(F)と同じものである。

金融機関のビヘビアが explicit には現れてこないからである。国民貯蓄推計によって間接的に知りうることは次の通りである。第5表によって、銀行予金の傾向は、異常に伸びた第1次大戦期とそれにつぐ第2次大戦期、逆に昭和初期の収縮期を除いては外部資金計の約30~40%を占めている。これは銀行予金が経済成長に見合った外部資金供給のほぼコンスタントな割合を占めてきたことを意味する。これに対し私人の証券保有は傾向的に減少している。しかしこれは企業に対する有価証券投資が減ったわけではない。貯蓄面での銀行予金その他の予金・保険は、これを企業への資金供給面で見れば、金融機関の貸出と有価証券投資に見合っているはずである。いま金融機関の証券投資と私人のそれとを比較すれば、前者は第1次大戦を契機として比重を増しており、戦前における銀行の資金運用が、証券投資に重点があったこと

を意味する。もちろん有価証券のうち国債・地方債の比重が大きいことに注意しなければならないが、同時に経済発展期と見られる明治31—35、第1次大戦期、昭和8—12年期には、株式の比重が著しく大きいことに注目しなければならない。最後に庶民貯蓄、保険は一貫して増加しており、全外部資金に占める割合もまた傾向的に増加している。これらの果たした役割については、銀行以外の金融中間機関の発達と合せて個人貯蓄と資本形成との一そうの構造的分析を必要とする。

貯蓄形成と資本形成は、これを媒介する financing の動態と関連させてはじめて理解を全うする。しかも financing の問題は、国民経済レベルでの結果として示された貯蓄と投資とでは十分解明しえない。企業分析と金融分析との結びつきこそ、経済成長の内面的分析として今後に残された問題である。