

企業の貨幣需要

藤野 正三郎

1 インTRODクシヨ

貨幣需要の分析は、理論的であるにしろ、統計的であるにしろ、陽表的にあるいは陰伏的に、家計の貨幣需要を中心にしてきた。しかし企業の貨幣需要は、そのビヘイビヤからみても、あるいは時間の流れでの調整過程からみても、家計の貨幣需要と違った面をもっているように思われる。この点は別の機会に指摘した。¹⁾ 日銀のマネー・フロー表によると、例えば、1959年で、法人企業の現金通貨・当座性預金・短期性預金²⁾の保有額は1兆5,999億円であり、個人のそれは2兆5,851億円であった。ここでいう個人部門には個人企業を含むから、金融機関以外の民間の貨幣保有のうち、企業部門のそれは50%以上の額にのぼっていたと推測される。そこで、もし企業の貨幣需要のパターンが、家計のそれにくらべて何らかの相違、あるいは特徴をもっているとするれば、企業の貨幣需要のビヘイビヤを分析せずに、全体の貨幣需要函数を構成することには、大きな飛躍があるといわねばならないであろう。以下の分析の目的は、全体の貨幣需要函数にいたる1つのステップとしての企業の貨幣需要函数を検討することである。この場合次の3つの点が問題となる。

第1に、いろいろの産業の貨幣保有量・支出比率ないし貨幣保有量・売上比率に差はないか。もし開差があれば、それはどのように説明されるか。

第2に、同一の産業内でも企業の規模が違おうと貨幣残高・売上比率に差が現われないか。もし開きがあれば、それはどのように考えたらよいか。その説明は第1の場合のそれと矛盾しないか。

第3に、貨幣残高・売上比率は時間の流れの上

でどのように変化するか。それは、以上の2つの点との関連でどのように理解されねばならないか。この第3の問題点は紙面の都合で簡単にふれるにとどめる。

2 貨幣保有性向の産業間開差 I

まず、貨幣残高・売上比率がいろいろの産業間で、どれほどの開差をもっているか眺めてみる。以下企業の貨幣残高・売上比率を、その貨幣保有性向あるいはMarshallian k とよぶことにする。

企業の貨幣保有性向を比較するに当って、ある時点の貨幣残高・売上比率が果してそのオプティマルな貨幣保有性向を示すかどうかは、時系列の分析でとくに典型的に問題となるにしても、産業間開差、規模間開差を検討するに当っても問題となる。この点の解決のためには、企業の実際の貨幣残高をその最適水準に調整するのにどれほどの時間がかかるかを検討しなければならない。これについては後に若干の暫定的な結果を示すが、ここではこの問題を回避するために、1つの在庫循環をおおう期間の平均値のタームで分析を進めることにする。企画庁の景気動向指数の基準日附によれば、1954年9月を谷とし、これから出発した景気の上昇過程は1957年6月にピークにいたり、そして1958年4月に谷に達している。そこで大蔵省法人企業統計季報により、1954年第3・4半期から1958年第2・4半期の間の平均貨幣残高と平均売上額を産業別に求め、これより各産業のMarshallian k を計算する。この場合、企業の貸借対照表上の現金・預金という項目を、企業の貨幣残高の値として採用するが、この中には定期預金が含まれているため、歩積・両建などの拘束預金を分離することができない。この点問題であるが、ここではこのような計数をそのままとる(この点は後で再検討する)。

Table 1 にこのようにして計算された日本の

1) 拙稿「貿易収支と循環的成長過程」『経済研究』Vol. 11, April 1960, pp. 148-159 参照。

2) ここにいう当座性預金は、当座預金・郵便振替貯金で、また短期性預金は普通・通知・別段・納税準備預金・通常郵便貯金の合計で定義されてる。

各産業の Marshallian k が示されている。また比較のためにアメリカの Statistics of Income, Corporate Income Tax Returns, July 1954-June 1955 による 4 半期当りの計数を掲げておいた。アメリカの場合には、データの関係から日本の場合のように 1 サイクル平均での計算ができなかった。

Table 1 の計数をみると日本の場合、不動産業の 88.40% から卸売業の 12.98% まで企業の貨幣保有性向には大きな開きがある。卸売業の貨幣保有性向を基準とすれば、不動産業のそれはその 6.81 倍となる。不動産業の Marshallian k は極端に大きくなっているから、船舶をとると、その貨

ついて各国内で貨幣保有性向の大きさの順にランクをつけてみると、両者の間のランクはあまり一致しないようにみえる。しかし両国の各産業の貨幣保有性向の対数値の間の相関をとると 0.781 となる。したがってこれら 2 国について、一方のある産業の貨幣保有性向が高いとき、他方の国の同じ産業のそれも一般に高い位置を占めているようである。ちなみに、図表をかくとよくわかるのだが、不動産業・卸売業を除くと、アメリカの方が日本の場合より産業間開差が大である。

このような貨幣保有性向の開差があるということは、たとえ同一額の売上げがあったにしても、産業が違えば貨幣需要の大きさが変わってくることを暗示する。そこで、企業の貨幣需要を単にその支出、あるいはその売上の一定割合と考えるのでは、この開差は説明できないし、したがってまた企業の貨幣需要を十分に説明するとはいいがたいことになる。そこで企業の貨幣需要を理論的に追求してみなければならない。

3 企業の貨幣需要と資本の回転

企業の貨幣需要を、取引的動機ないし安全性動機によるそれと投機的動機にもとづくそれを分つことができよう。この場合企業の投機的動機による貨幣需要は利子率との関係よりむしろ物価の予想変化率に関連して考えられなければならない。ここでは投機的動機による貨幣需要を一応無視して、取引的動機ないし安全性動機による貨幣需要を考える。

さて企業が利潤ないし利潤率の極大を追求する過程で、企業活動にともなう多くの支出と収入が発生する。もし企業が、その支出と収入を、なんらかの手段で同時化することができ、そしてそのことが確実に実現されるならば、企業の貨幣需要は 0 となるであろう。企業が若干の貨幣量を持つのは、このような支出と収入の同時化が完全には行なわれないか、あるいはたとえ両者を同時化しようと予想しても、そしてまた平均的には、ある支出と次の支出までの期間と、ある収入と次の収入までの期間が等しくなったとしても、実際には支出と収入の時期にずれが起るおそれがあるので、このような可能性に対処するためである。あ

Table 1 産業別貨幣保有性向 (季当り)

	貨幣保有性向		貨幣保有性向	
	日本 (1)	U.S.A. (2)	のランク	
農 業	29.21%	34.40%	14	5
林 業	33.80	51.80	5	2
水 産 業	36.16	37.32		
石 炭 業 (除石炭)	29.95	56.48		
建 設 業	28.08	24.96	15	12
食 料 品	22.97	23.48	17	13
織 維	32.82	23.47	7	14
紙 バ ル プ	35.24	28.19	3	9
化 学 料	34.57	30.02	4	7
肥 料	33.48			
化 学 (除肥料)	34.87			
第 一 次 金 属	31.35	28.48	10	8
鉄 鋼	31.29			
非 鉄 金 属	31.61			
金 風 製 品	30.85	27.21	13	10
一 般 機 械	36.14	32.94	2	6
電 氣 機 械	31.50	21.30	9	16
輸 送 用 機 械	36.40	19.88		
船 舶	41.45			
輸 送 用 機 械 (除船舶)	33.34		6	
自 動 車		18.08		
輸 送 用 機 械 (除自動)		23.20		15
そ の 他 の 製 造 業	32.36	25.08	8	11
卸 売 業	12.98	12.80	18	18
小 売 業	23.70	16.76	16	17
不 動 産 業	88.40	105.48	1	1
公 益 事 業	30.90	34.80	12	4
水 運 輸	33.24			
通 信		39.36		
電 力		14.71		
そ の 他 の 公 益	35.40	40.24*		
サ ー ビ ス 業	27.34	74.76		
	31.08	40.04	11	13

* ガスを含む。

(1) 1953年第 3・4 半期～1958年第 2・4 半期。(2) 1954年7月～1955年6月

幣保有性向は卸売業のそのの 3.19 倍となっている。アメリカの場合には、不動産業の 105.48% から卸売業の 12.80% まで 8.24 倍の開きがある。各産業、とくに製造工業の計数は、一般にアメリカの場合より日本の場合により高い値となっている。日本とアメリカと国際比較ができると思われる産業に

る支出から次の支出の寸前までの期間を支出期間とよび、ある収入から次の収入の寸前までの期間を収入期間とよべば、企業の貨幣需要は、いろいろの長さの支出期間の発生についての確率分布と、いろいろの長さの収入期間の発生についてのそれに依存するといえる。

企業の平均収入期間と平均支出期間が、それぞれどのような長さのものであるかは、もちろん企業の選択にもとづいている。そしてこれらの選択は企業の利潤ないし利潤率の極大という目標に照らして行なわれているわけである。しかし going concern としての企業にとっては、平均収入期間と平均支出期間は、その企業が現在の業態を選択したということによって決定されており、その限りでは所与と考えてよい。企業の利潤ないし利潤率の極大の追求と、その平均収入期間・平均支出期間の決定(平均収入期間は、需要の発生状態に依存しそれを企業が左右しえないとすれば、むしろ平均支出期間の決定)については、後に考えることにして、差し当って企業の平均収入期間と諸投入のそれぞれの平均支出期間は一定であるとする。さらに単純化のために、企業は1つの composite input を用いて1種類の生産物を生産しており、したがって、平均支出期間と平均収入期間はそれぞれ単一であるとする。また企業の生産活動は定常状態にあり、したがって常に同一の生産量が一定の収入および支出期間(それらはそれぞれ平均収入期間、平均支出期間に等しい)の下で行なわれているとする。

企業の収入期間と支出期間をくらべたとき、少くとも2つのケースを区別できる。第1は収入期間より支出期間が長い場合であり、第2は前者より後者が短い場合である。いま1つ両者が相等しい場合を考えることができるが、この場合には企業は収入と支出を同時化するような手段をとることができるから、ここでは無視する。また第1と第2のケースであっても、収入期間と支出期間の差が余り大きくない場合は、第3の場合に準じて考えることができるから、収入期間と支出期間の一方が他方に比べて圧倒的に長い場合だけを考えることにする。

まず第1の場合について、支出期間を θ とし、

収入は各時点で発生するものとする。この場合ある支出 e が起った後、次に同額の支出があるまで企業は収入で回収した貨幣を次の支出のために準備しなければならない。したがって企業の平均貨幣残高は $(e/2)$ 。企業は t 期間(t は θ より大であるとする)に (t/θ) 回支出するから総支出 E は (et/θ) 。したがってこの企業の平均貨幣残高・支出比率 M/E は

$$(3.1) \quad \frac{M}{E} = \frac{e}{2} / \frac{et}{\theta} = \frac{\theta}{2} / t.$$

つまり t を単位として測った支出期間の $1/2$ がこの企業の貨幣残高・支出比率となる。

各支出期間内で、期首に資本は貨幣の形を離れて composite input への支出となり、たとえばこれが原材料在庫・仕掛品在庫・製品在庫をへて、売上られて売掛金・受取手形の形をとった後、漸次貨幣として回収される。簡単のために、各時点で投入された composite input は直ちに生産物となり、かつ売上げられて現金化するとすれば、資本額は e であるから、この資本額の t 期間の支出総額 E に対する比率で資本係数を定義すると

$$(3.2) \quad \frac{e}{E} = e / \frac{et}{\theta} = \theta/t$$

したがって資本係数は貨幣残高・支出比率と一定の関係をもつ。

もし最初の投入が生産物に成熟するまでに ρ 期間かかり、この間投入は一様に行われて、そして ρ 期間の終りに composite input で表示して o の産出量がえられるとすると、常に $(o\rho/2)$ の仕掛品在庫があることになる。また製品が完成して平均 τ 期間製品在庫となった後、各時点で o だけ販売されて現金がえられるとすれば、 $o\tau$ の製品在庫がある。そこでこの場合には資本 K は、 p_i を投入要素の価格として

$$(3.2) \quad K = p_i [e + (o\rho/2) + o\tau].$$

この場合、 e は composite input のタームで表わされているものとする。他方 θ 期間の各時点で販売された製品代金の回収額が次の支出期間期首に e の購入に支出されるから

$$(3.4) \quad o\theta = e$$

したがって資本係数は

$$(3.5) \quad \frac{K}{E} = [e + (o\rho/2) + o\tau] / [te/\theta] = [\theta + (\rho/2) + \tau] / t.$$

この場合も、貨幣残高・支出比率は $(\theta/2t)$ だから資本係数とある関係をもつが、より直接には (θ/t) つまり原材料の購入時点の在庫額の売上に対する比率あるいは未経過費用の総支出に対する比率と一定の関係をもつ。

以上では定常状態が問題であった。そこでは将来についての不確実性が除かれており、取引的動機による貨幣保有だけが現われていることになる。将来の状態が確実には予想されなくなると、企業は安全性動機のために貨幣を持とうとするに違いない。この場合、原材料在庫率 $(\theta/2t)$ ——資本係数にあらわれるものはこの値の2倍——、仕掛品在庫率 $(\rho/2t)$ 、製品在庫率 (τ/t) が大きいほど、経済状況の変化に対して、企業が大きな変動をうける可能性が大きくなるから、資本係数が大きくなるほど安全性動機による貨幣保有の欲求が強まり、したがって貨幣残高・支出比率が大きくなると思われる。そこで取引的動機・安全性動機の両者を含めて、貨幣残高・支出比率は資本係数の増加函数であると考えることができる。この場合実際的には製品が完成してから、それが現金化するまでの平均期間を考えなければならないであろうから、製品在庫期間の外に製品が売上げられて売掛金・受取手形の形をとっている期間も τ の中に含めて考えねばなるまい。

以上では1つの composite input を考えたが、より一般的には、各投入について支出期間の相違があるとすれば、企業の貨幣資本額 K を各投入に対応するストック部分に分解し、それらのストック部分が、それぞれ以上の composite input の場合と同様に回転していると考えなければならないであろう。そこで K_i を i 投入要素のその要素単位で測ったストック部分とし、 E_i を i 投入要素についての t 期間中の購入量とすると、貨幣残高・支出比率は

$$(3.6) \quad \frac{M}{E} = f\left(\frac{K_1}{E_1}, \dots, \frac{K_n}{E_n}\right)$$

と表わされ、それは (K_i/E_i) の増加函数と考えられる。

次に収入期間が支出期間より長いときはどうか。再び問題を簡単にするために1つの composite input を考え定常状態を想定する。この場合、各

収入時点の収入中支出に廻されるものを R とし、収入期間を λ で示す。平均貨幣残高は $(R/2)$ で、 t 期間中の総支出は (Rt/λ) 。したがって、貨幣残高・支出比率は

$$(3.7) \quad \frac{M}{E} = \frac{R}{2} / \frac{Rt}{\lambda} = \frac{\lambda}{2} / t.$$

この場合には収入期間の長さが貨幣残高・支出比率を左右する。企業の資本額中利潤となって累積される部分を定常状態の仮定によって無視すると、それは収入時点では R の貨幣量となっており、その他の時点では貨幣およびその他の形をとって合計 R となっているから、この場合の資本係数は

$$(3.8) \quad \frac{K}{E} = R / \frac{Rt}{\lambda} = \lambda/t.$$

つまり、貨幣残高・支出比率は t を単位期間とした収入期間の $1/2$ である。安全性動機を含めて考えると企業の貨幣残高・支出比率は資本係数の増加函数であるといえることができる。この場合もまた composite input を分解して多くの投入を考えると、貨幣残高・支出比率を(3.6)の形で考えることができよう。実際上では、このように収入期間が支出期間より長い産業は建設業や機械製造業でみられるだろう。(3.6)の形で計算される貨幣残高必要額は、支出が多くの投入に分れるとき、各投入についての現金準備がプールされて相互に代用・利用されるので、各投入それぞれを独立に考えた場合の現金準備の合計より少額となるであろうことには注意しなければならない。

ところで、上の f 函数は、企業の収入と支出の間をつなぐ一種の技術函数といえる。もっとも支出ないし収入期間は実際上では一定の長さではなく、いろいろの長さの支出ないし収入期間があってそれらの頻度についてある確率分布があると考えられるから、それは生産函数のように definite は関係ではない。しかしこのような留保をつけるならば、函数 f は going concern としての企業がその活動に際して貨幣残高をいかほど必要とするかを示す技術函数といえる。そうすると企業の貨幣需要についての behavioristic function はどのように考えられるか。

いまある企業が所与の資本額 K をもって、利潤あるいは利潤率を極大にするように生産要素の組

み合せをきめようとしているとする。所与の資本額の下での利潤極大の追求は、また利潤率の極大の追求でもある。 i 要素の価格を p_i とし、先きの記号を用いると

$$(3.9) \quad K = \sum_i p_i K_i.$$

t 期間を単位期間として、この間に x だけの産出量を生産するために、先きの記号を使って E_i だけの i 要素の投入が必要であるとすれば、企業の生産関数は

$$(3.10) \quad x = \phi\left(\frac{K_1}{E_1}, \dots, \frac{K_n}{E_n}, E_1, \dots, E_n\right)$$

によって与えられる。この生産関数 ϕ に (K_i/E_i) が入っているのには次のような意味がある。企業が x の産出量を繰返し連続して生産していくためには、その産出量 x に必要な current input だけでなく、将来の各時点で x を生産するための投入を投下しておかねばならない。そしてまた、1 生産期間(最初の投入要素用役の投下から生産物が成熟するまでの期間)内に消費されてしまわない投入要素もある。このような各投入要素用役(それはフロー概念である)に対応する各投入のストック部分 K_i の、 x の生産に必要な current input E_i に対する比率が大きくなるほど、この投入要素の産出への成熟期間が大であると考えられる。そして成熟期間の長いほど、同じ要素でもその生産力が大きくなると考えられる。したがって x は E_i だけでなく (K_i/E_i) の増加関数である。

企業の生産物価格を p_x 、利率を i とすれば、企業は所与の K の下で

$$(3.10) \quad S \equiv p_x x - \sum_i p_i E_i - i \sum_i p_i K_i - g(K_1, \dots, K_n) + \nu(K - \sum_i p_i K_i)$$

を K_i 、 E_i に関して極大にしようとする。この場合 ν はラグジュの未定常数で、 g は K_i の増加によって生れる損失(たとえば保管料・保険料などの費用)であり、 g は K_i の増加関数と仮定されている(ある要素については $\partial g/\partial K_i$ が 0 であることがありうる)。上の S の極大条件を求めることによって、資本額 K を所与とした上のモデルでは、消費者行動の所得効果に対応する資本効果を導出するこ

とができる。しかしいづれにしても、 K_i 、 E_i が p_x 、 p_i 、 i 、 K などの函数としてあらわされる。このようにして (K_i/E_i) が企業の選択によって決定される。そしてこのようにして決定された (K_i/E_i) の値に対応して、いわば技術的に必要貨幣残高が先きの f 函数によって決定される。そこで、企業の貨幣需要を behavioristic equation として表わそうとするならば、企業の最適の (K_i/E_i) を p_x 、 p_i 、 i 、 K などの函数として表わし、これを函数 f 中の (K_i/E_i) に代入して、貨幣需要を p_x 、 p_i 、 i 、 K の函数として表わさねばならない。しかし貨幣需要函数をこのように表示することは、それを無数の複雑さの中に投入することを意味する。そこで以下企業の貨幣需要函数を f 函数の形で考える。

実際問題を取扱うに当っては、 f 函数を簡単な形になほす必要がある。この場合、 (K_i/E_i) を $p_i E_i$ で加重平均したものは資本係数 (K/E) であるから貨幣残高・支出比率を資本係数の増加関数と考えることもできる。しかし全資本を支払期間ないし回転期間の相違によって2つの部分、すなわち運転資本と固定資本に分けて考える方が、より实际的であろう。したがって K_W を運転資本、 K_F を固定資本として、 (M/E) を (K_W/E) と (K_F/E) の函数と考える。さらに、企業の計画支出額は売上の予想に依存すると考えられるから、正常な売上が T として、 T で E おきかえて、

$$(3.11) \quad \frac{M}{T} = f\left(\frac{K_W}{T}, \frac{K_F}{T}\right)$$

とする。より特殊的に対数線型を仮定して

$$(3.12) \quad \log\left(\frac{M}{T}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \log\left(\frac{K_W}{T}\right) + \alpha_2 \log\left(\frac{K_F}{T}\right).$$

これが以下で用いる企業の貨幣需要函数である。³⁾

4 貨幣保有性向の産業間開差 II

次の問題は、以上のモデルで産業間の貨幣保有性向の開差が説明できるかどうかということである。 m を貨幣保有性向の対数值、 k_W を運転資本・売上比率の対数值、 k_F を固定資本・売上比率の対数值とすると、先きのデータを用いて計測した結果は⁴⁾

3) 企業の貨幣需要函数にとってここで無視した重要な要素がある。それについては第5節で考える。

$$(4.1) \quad m=0.017+0.462k_W+0.210k_F, \quad R^2=0.869, \\ (0.061) \quad (0.023) \quad \bar{S}=0.049.$$

ここに \bar{R} , \bar{S} , 各計数推定値下のカッコ内の計数は、それぞれ自由度調整後の重相関係数、標準誤差、およびパラメーター推計値の標準誤差である。この結果は産業間のクロス・セクション分析の結果としてはまず満足すべきものである。産業間の Marshallian k の開きは以上のモデルでよく説明されるようだ。企業の Marshallian k は運転資本に関する資本係数に関してより大きい弾力性をもっている。これは企業の貨幣需要がその固定資産よりもその流動資産に密接に関係していることを示している。Milton Friedman は企業の貨幣保有を固定資産と類似のものと考え、彼は景気のサイクルの中で在庫は生産より大巾に変動すると推定し、したがってもし企業の貨幣保有が在庫類似のものならば、貨幣保有も生産より大巾に変動するはずだと考える。ところが、貨幣量のサイクル中の振幅は生産のそれよりも小さい。したがって企業の貨幣保有は、在庫類似のものではなく、むしろ固定資産に類似した性質をもつという。⁵⁾ しかしこの推定には、明らかに誤りがある。在庫の変動はサイクルの中で生産より小さな振幅をもつからだ。在庫率は景気の上昇期に低下し、後退期に上昇するが、このことは在庫の振幅が生産のそれより小さいことを示している。資本の回転過程に即していうならば、企業の貨幣需要は明かにその固定資本より運転資本と密接な関係をもっている。そして貨幣需要について取引的動機・安全性動機・投機的動機を考慮することができるのと同様に、在庫保有について貨幣需要の取引的動機(それは取引の流れを断ないための貨幣需要を支配する)に対して企業の生産の流れを停止させないための動機・安全性動機・投機的動機を考慮することができる。企業の貨幣需要はその在庫保有と表裏の関係にあるといっても過言ではない。そして他の機

4) 法人企業統計季報の流動資産を運転資本、総資産額から運転資本を差引いた残りを固定資本とする。したがってここにいう固定資本には若干の繰延勘定を含む。

5) M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, NBER, Occasional Paper 68, 1959, p. 8.

会に述べたように⁶⁾ 企業についての現金残高効果は、とくに在庫投資に集中的に現われるであろう。上の計測結果は、このような考え方に対して favorable である。こころみにアメリカ合衆国について先きの 1954 年のデータ(ただしより細い産業分類を用い常数項の値を日本の計数と直接比較できるように季当りの計数に修正した)から同様の計算をやってみると

$$(4.2) \quad m=0.130+0.433k_W+0.329k_F, \quad R^2=0.735, \\ (0.097) \quad (0.038) \quad \bar{S}=0.128.$$

この結果は日本の場合に非常によく対応している。

以上の計測で気になる点は、まず第 1 に不動産業では非常に固定資産資本係数が大きくなっていることである。これは統計の集計に際して不動産業が他に転売の目的でもっている固定資産を流動資産中に含めないで処理した結果であると考えられる。この産業の貨幣保有性向は飛びぬけて高い値をとっているから、他の産業での在庫に当るものをこのように処理したデータを用いることは計算結果に相当の影響を与えると考えられる。第 2 の点は日本のデータでは歩積・両建などの拘束預金を反映する定期預金が含まれている点である。

第 1 の点を検討するために日本のデータについて不動産業を除いて計算すると

$$(4.3) \quad m=0.224+0.396k_W+0.179k_F, \quad R^2=0.824, \\ (0.056) \quad (0.022) \quad \bar{S}=0.041.$$

すなわち k_W , k_F いずれの計数も小さくなる。また仮りに、不動産業の固定資産の 90% が棚卸資産の性質をもつものと仮定すると

$$(4.4) \quad m=0.132+0.437k_W+0.180k_F, \quad R^2=0.915, \\ (0.034) \quad (0.022) \quad \bar{S}=0.041.$$

この最後の計算結果が統計的に最も良好であり、ことに k_W の係数の標準誤差が小さくなる。(4.4) でみた (K_W/T) , (K_F/T) に関する貨幣保有性向の弾力性の値は最初の(4.1)の結果とあまり違わない。(4.4)が真の関係に近いものと推定される。

次に第 2 の点については、幸いに 1953 年第 2・4 半期から 1954 第 1・4 半期まで法人企業統計季報で定期預金残高の値が示されているので、この期間について定期預金を除いて計算してみた。先きの場合と同様に貨幣残高、運転資本、固定資本に

6) 前掲、拙稿「貿易収支と循環的成長過程」参照。

ついてこの期間の平均値を用いると

$$(4.5) \quad m = -0.795 + 0.626k_W + 0.318k_F, \quad \bar{R}^2 = 0.753, \\ (0.154) \quad (0.047) \quad \bar{S} = 0.101.$$

これは不動産業を含む結果だから、それを除くと

$$(4.6) \quad m = -0.615 + 0.582k_W + 0.269k_F, \quad \bar{R}^2 = 0.797, \\ (0.227) \quad (0.074) \quad \bar{S} = 0.150.$$

また不動産業の固定資産の90%を棚卸資産に含めると

$$(4.7) \quad m = -0.988 + 0.763k_W + 0.262k_F, \quad \bar{R}^2 = 0.674, \\ (0.127) \quad (0.060) \quad \bar{S} = 0.116.$$

貨幣残高中に定期預金を含めないと各弾力性の値は大きくなる。ことに不動産業の固定資産中90%を棚卸資産該当分と仮定した場合にそうである。

5 規模別の貨幣保有性向の開差

次に規模別の貨幣保有性向の検討に移る。この場合、法人企業統計季報では規模の分類が粗いので、法人企業統計年報を用いる。この法人企業統計年報のデータでさえ、わずか6個の規模に分けられているにすぎない。

1954-1958年間の貨幣残高、運転資本、固定資本および売上高の平均から M/T , K_W/T , K_F/T を計算すると Table 2-1 の結果がえられる。この表によると、貨幣保有性向は第IV規模までは上昇しているが、それ以上では却って低下している。他方 (K_W/T), (K_F/T) はいずれも最低規模から最大

Table 2-1 日本の規模別貨幣保有性向(年率)(%)

	$\frac{M}{T}$	$\frac{M}{T}$ 修正値	$\frac{K_W}{T}$	$\frac{K_F}{T}$	$\frac{F_L}{F_S}$
I 0 ~199.9 (万円)	4.90	2.06	26.88	8.16	17.93
II 200 ~499.9	5.84	2.45	28.86	8.97	17.50
III 500 ~999.9	6.16	2.59	29.82	11.25	28.86
IV 1,000 ~4,999.9	7.05	2.96	33.82	13.99	32.96
V 5,000 ~9,999.9	6.70	3.42	34.92	17.24	46.64
VI 10,000 ~	6.15	4.12	41.12	41.40	85.01

Table 2-2 アメリカの規模別貨幣保有性向(年率)(%)

	$\frac{M}{T}$		$\frac{M}{T}$
I 0~25 (\$1,000)	2.41	VII 2,500~5,000	3.23
II 25~50	2.65	IX 5,000~10,000	3.29
III 50~100	2.64	X 10,000~25,000	3.40
IV 100~250	2.52	XI 25,000~50,000	3.34
V 250~500	2.50	XII 50,000~100,000	3.53
VI 500~1,000	2.68	XIII 100,000~250,000	3.36
VII 1,000~2,500	2.90	XIV 250,000~	2.77

規模まで上昇しつづけているから、この事実はわれわれの仮説と矛盾するようにみえる。しかし、

Table 3

(千円)	定期預金残高 ウェイト	$\frac{Mc}{T}$
2,000~9,999	57.44 %	6.71 %
10,000~49,999	57.82	8.89
50,000~99,999	48.73	10.38
100,000~	33.13	15.28

第1に企業の貨幣残高は定期預金を含むから、小企業ほど資金市場での競争力が弱く、相対的に多くの拘束預金を求められるとすると、このことによって大規模企業の貨幣保有性向が低くあらわれる可能性がある。事実法人企業統計季報によると1953年第3・4半期から1954年第1・4半期の平均でみて、定期預金を含む貨幣残高中の定期預金の割合は大企業で急激に低下している。そして定期預金以外の貨幣残高 Mc の売上高に対す比率は規模の大きくなるほど上昇している。(Table 3)。払込資本金5,000万円以下の規模では定期預金残高ウェイトがほぼ一定だから、これを58%と仮定し、5,000~9,999万円規模で49%、1億円以上で33%として、これらの計数がTable 2-1の計数に適用できると仮定すると、Table 2-1の[M/Tの修正値]の欄の結果をうる。ここではまさしく理論的に期待する結果がえられる。

しかしTable 2-2はアメリカについても同様な傾向が起ることを示している。アメリカで日本のような拘束預金があるのかどうか明白ではないが、多分このような慣行はあったとしても日本ほどではあるまい。そうだとすると、拘束預金があるということだけで上の現象を説明できるだろうか。日本の場合は払込資本金によって規模が分類されているがアメリカの場合には総資産額を基準に分類されている。総資産額を基準に分類すると払込資本金基準の場合にはあまり問題とならないことが起る。つまり、総資産額は短期的にみても企業の生産規模の伸縮に応じてある程度伸縮する。そこで大きな規模にはたまたま正常以上に生産が拡大したために資産額が正常以上に増加した企業が分類される可能性が強い。この場合には貨幣残高が正常売上に対応してもたれているのに、売上が異常に拡大して貨幣保有性向が低下することがあ

りうる。払込資本金を分類基準とする場合にはこのようなことが起る可能性はほとんどないといってよい。アメリカの場合の大規模での貨幣保有性向の低下はこのことによって一部説明されるのかもしれない。

だが、日本、アメリカ、2つの場合を同時に説明する第3の仮説がある。それは、大企業ほど資金市場への接近力をもっているから大企業ほど貨幣残高の減少に容易に対処することができ、したがって安全性動機による貨幣需要が弱まるだろうという想定である。(第3節末尾の脚注で述べた点はこのことに関係する)。この場合資金の可能借入額の大きさが問題であるが、可能借入額は統計としてはつかめないで金融機関よりの長期借入金の短期借入金に対する比率 F_L/F_S が高いほど、資金市場への接近力をもっていると考えると、たしかにこの比率は規模が大きくなるにつれて増加している。しかし大企業ほど固定資産が流動資産に比して大きくなり、したがって長期資金を必要とするということがあるので (F_L/F_S) 比率の傾向を資金市場への接近力を示すものとしてそのまま受取ることにはできない。しかしいづれにしても企業の資金市場に対する関係が先きの貨幣保有性向の規模別の傾向を説明する1つの有力な変数であると考えられる。少なくとも日本経済に関する限りでは、拘束預金の問題(これも実は、企業の資金市場に対する関係に関連している)と第3仮説が、規模別の貨幣保有性向の動きの説明にとって必要となるであろう。企業間信用を含めて、企業をとりまく資金市場は、企業の収入と支出を同時化し、それらのタイミングの差を減少をさせるための手段である。したがって、企業の貨幣需要函数には、長期的にみてももちろんのこと、短期的にみても、資金市場の状況、ないしは企業の資金市場におけるポジションを表現する変数が導入されねばなるまい。

6 企業の貨幣保有性向の時間的変動

最後に企業の貨幣保有性向が時間の流れの上でどのように変動するかについて簡単にふれておく。

まず、長期的な観点からすれば、運転資本係数と固定資本係数の長期趨勢的な変動傾向が企業の貨幣保有性向の傾向を支配する第1の要因である

と推定される。これらの資本係数が長期的にどんな変動傾向をみせるか、まだ詳細には不明である。しかし運輸・通信組織の発達によって、在庫資本係数は多分若干低下するであろう。そこでもし固定資本係数に趨勢的な変化がみられないとすると、企業の貨幣保有性向は長期的には低下する傾向をもつであろう。この傾向は、金融組織が発展し、企業が以前より容易に資金市場を利用でき、したがってその安全性動機による貨幣需要も弱まり、また容易に収入と支出のタイミングを調整できるようになることによって強められるであろう。ただ先きにみたように貨幣保有性向に産業間開差があるため、経済の発展にともなう産業構造の変化が、全体としての企業部門の貨幣保有性向の長期的な動きに反映されてくる可能性がある。このことによって貨幣保有性向の低下傾向が一部相殺されるかもしれない。明治初期以来の預金回転率(当座預金・振出手形・通知預金・別段預金・普通預金のうち銀行間預金を除いた部分についての回転率)は長期的にステディーな上昇傾向を示しているが、これは企業の貨幣保有性向の低下を物語っているように思われる。

第2に短期的には、企業の貨幣残高・売上高比率の実際値は景気上昇期に低下し、景気後退期に上昇する。この場合注意すべきことは、企業部門では一時的には貨幣残高の最適水準とその実際値が乖離していると考えられるので、これら両者の間の調整の単位時間がどれほどであるかをたしかめないことには、貨幣残高・売上高比率の計算値をもって直ちに企業の短期の最適貨幣保有性向の動きを推定することはできない。ここでは紙面の都合上詳細に述べることはできないが、戦後の企業統計からみる限りでは、この調整の単位期間は1年前後であり、この間に企業部門で現金残高効果が作用しているようである。⁷⁾ もしそうであるならば、1年間を単位期間としたデータをつかって、時系列分析をこころみることができるわけである。ここではこの点を指摘するにとどめ、一層立入った検討は、他の機会に譲ることにする。

7) 拙稿「景気循環と企業の資金ポジション」、『経済評論』1962年1月号、pp. 23-35 参照。