

企業の流動性資産保有要因

～マクロデータを用いたパネルデータ分析～

河野 佑介 慶應義塾大学経済学部

岩本 勇哉 慶應義塾大学経済学部

南條 遼介 慶應義塾大学経済学部

2013年 11月

概要

現在アベノミクスの諸政策により日本の景気は好転しつつある。だが、その成果に懐疑的な意見も多く出ており、今後日本経済がどのような方向へ進むのかは未だに不透明でありアベノミクス第三の矢においてどのような政策が採られるのかに期待がかかっている。そこで本稿では様々な企業のマイクロデータをアベノミクスにより影響を受けたであろうマクロデータをいくつか用いて実証分析を行うことにより現状でのアベノミクスの評価を行った。その結果、全国 CPI の上昇は今後の民間投資の喚起に繋がる可能性があることが判明した一方、マネタリーベースの増加がそれを打ち消す可能性があることも分かり、物価上昇の努力の必要性が強調された。また、付属的に分析した経営者心理に関する分析によると、中小企業の投資の喚起には経営者の心理的負担を軽減することが有効であることも確認された。

1. はじめに

2012年11月15日に安倍晋三がデフレ脱却・無制限の金融緩和を打ち出して以来、円安株高を筆頭に多くの景気指標の回復がみられるようになり、長らく続いた景気停滞からの脱却を期待されている。その一方で金融緩和政策はあくまでその場凌ぎの対症療法に過ぎず、今後もこの好循環を続けていくためには更なる抜本改革が必要であるとも言われている。そのためアベノミクス第三の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」においてどのような具体策がとられるかによって今後の日本の経済の先行きは大きく変わる事となる。安倍政権は今回復しかけている経済を折れさせず、かつ今までとは一線を画した大胆な意思決定を行うという、大変難しい舵取りの場面に立たされていると言えるだろう。そこで本稿では既に行われている安倍政権の政策を評価するとともに、この先施行される可能性のある政策の効果を実証分析によって予測し、今後の意思決定の道標となるようなデータを提供する。

アベノミクス第一の矢である金融政策では黒田日銀新総裁の下 2%のインフレ目標を立て無制限の金融緩和を行い、その結果実際にインフレ方向に傾き円安も進んだ。またアベノミクス第二の矢、財政政策では長期日本国債が日銀によって大量購入され、市場へかなりの量の資金が供給された。法人税の減税も検討されており、民間企業にとっては活動しやすい経済にかわりつつある。しかしこのような企業優遇政策を行うのは、企業が政策によって増加した分の利益を賃金や配当として還元する、もしくは更なる投資や業務拡大を行うことを見越しているからであり、もし思惑通りに企業が行動しなければ企業から巡り巡って日本経済を活性化させるというこれらの政策の狙いが潰れてしまう。期待に反する企業の行動としては、金融緩和によって資金調達が容易になったのにも関わらず将来の展望が立たないために新たな投資を行わないことや、利益が増加してもそれを内部留保として溜め込んでしまうことがあげられる。

図1および2は全国企業短期経済観測調査から大企業、中小企業ごとにいくつかのデータを抽出しグラフ化したものである。全国企業短期経済観測調査（以下、短観）とは日本銀行が企業に対して行っているアンケート調査であり、調査先企業からのアンケート（業況、在庫水準、設備投資など）の回答（「1. 良い」「2. さほど良くない」「3. 悪い」という選択肢）を D.I（「第1選択肢の回答社数構成比（%）」－「第3選択肢の回答社数構成比

（%）」という指標に加工・集計したものである。短観が四半期データであるため四半期データの平均をとり年次データとした。このグラフから大企業、中小企業ともに国内需要、海外需要は少なく在庫が過剰となっていることがわかる。またそれに応じて、多くの企業が設備過剰と考えており投資機会があまりないことが分かる。

図1 大企業の経営状況

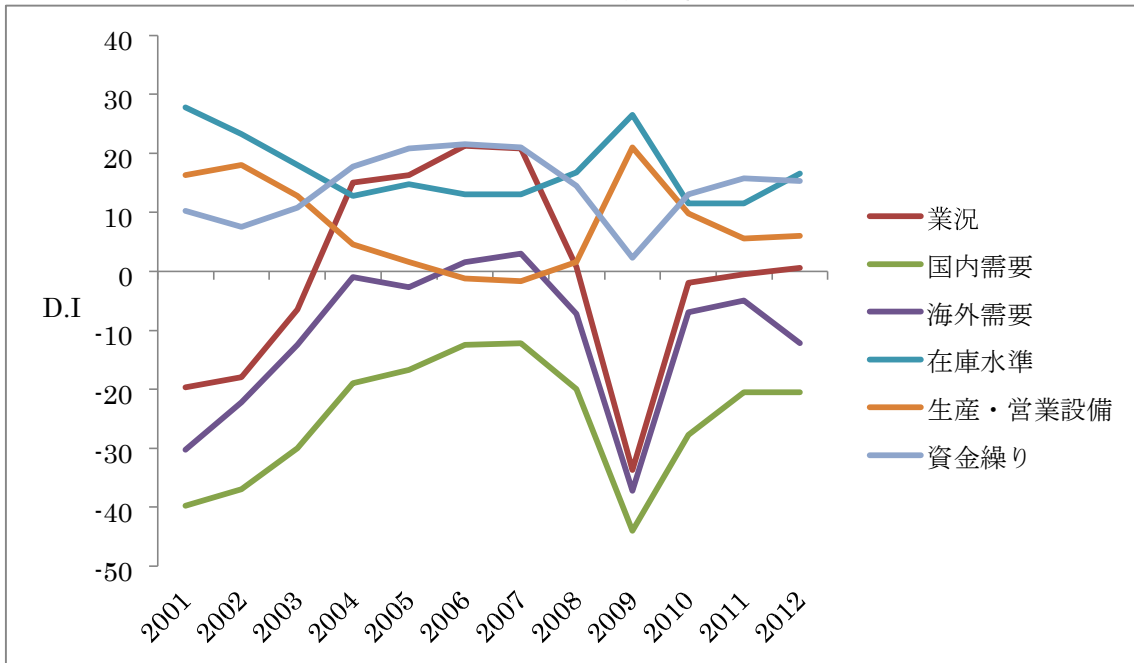
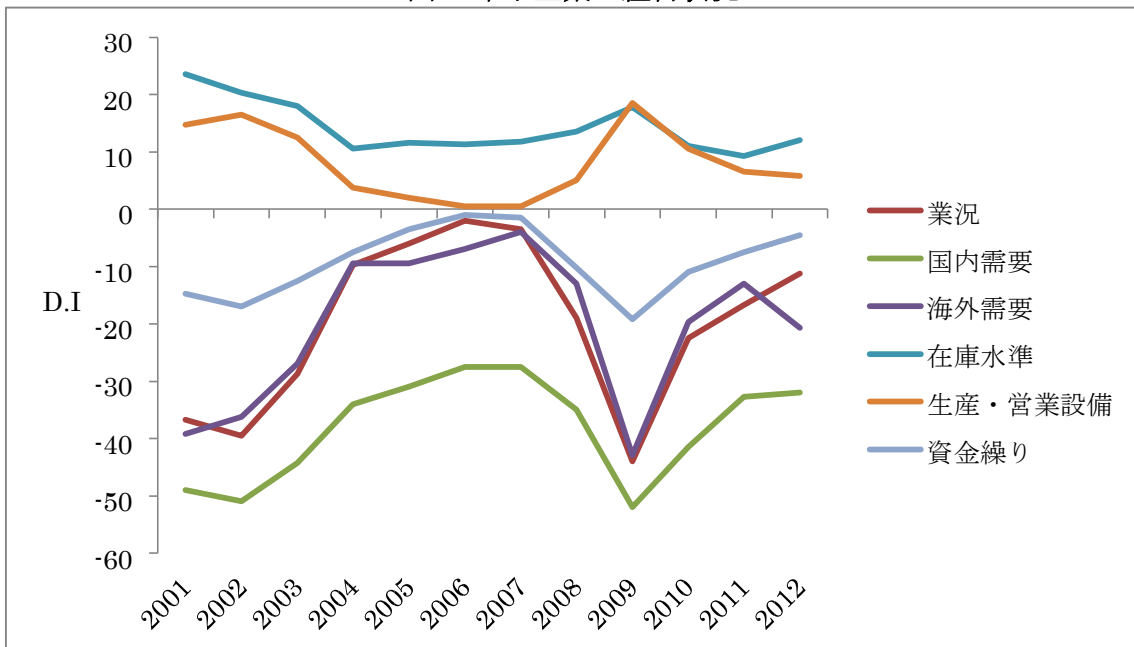


図2 中小企業の経営状況



本稿では企業の資金活用の程度を表す指標として企業の持つ流動性資産比率（流動性資産比率の定義については後述）に注目した。ペッキングオーダー仮説に従うとすると新たに投資を行う際まず企業の内部留保を使用し流動性資産比率を低下させる。（ペッキングオーダー仮説によると企業は調達手段にコストの差があるのなら、企業は調達手段をミックスして

選択するより、コストの低いものから順番で選択する。) 企業が市場から資金を調達し投資を行えば分母が増加するため流動性資産比率は低下する。また、企業活動や減税で得た利益を使わずに内部留保とすれば増加する。これらのことを考慮した結果、流動性資産比率はアベノミクスの金融政策、財政政策で作られた土台を企業が活用出来ているか否か、判断材料に使える変数であると考え、先行研究をもとに様々な財務データと、アベノミクスの第一、第二の矢が第三の矢に与える影響を調べるためにマクロデータとの関連性を含めて分析した。

2. 先行研究

本稿は堀/安藤/斎藤 [2009] を補足、追従する形をとっている。その理由として日本企業の流動性資産保有に関する先行研究はあまり豊富とはいえず、堀/安藤/斎藤 [2009] が最も包括的に分析を行っていたことがあげられる。本稿の実証分析は彼らの用いたサンプル期間を変更し、変数のうち必要性を感じなかったもの、データが手に入らなかったものを除き、さらにアベノミクスの評価を行うため本稿の仮説を元にいくつかの変数を加えたものである。

流動性資産を投資状況の代替変数として用いた根拠については、堀/安藤 [2002] において、流動性資産に正のショックを与えた際、設備投資は一時的にマイナスの影響を受け、長期的にはプラスの影響が出ることが示されていることをあげる。また、設備投資から売上高、売上高から流動性資産にグレンジャー因果性があることも示されているため、企業は設備投資のため流動性資産を使用し、それが最終的には利益となって流動性資産を増やす結果となっていることを示している。この現象を踏まえた上で考察すると、短期的には設備投資の増加が流動性資産を減らすため、流動性資産は投資状況を表す変数としてある程度有効であるといえる。

典型的な流動性資産保有動機としては、成長性の高い企業が将来直面する可能性がある資金調達制約を緩和する手段としてあらかじめ流動性資産を保有しようとするものがある。これに関しては堀/安藤/斎藤 [2009] において、1990年代までは成長性の高い企業が現金保有をしようとする傾向が認められている。一方、2000年以降の金融緩和期にはそれらの関係が見られなくなったとも述べられている。また、予想外の流動性ショックに備えて企業が予備的に流動性資金を持とうとするケースも考えられる。これに関しては堀/安藤 [2002] に少し言及されている。

福田/粕谷/中島 [2005] において、設備投資は財務の健全性やマクロのファンダメンタルズの状況のほかに取引銀行の健全性の影響を受けることが示されている。また、中小企業が大企業に比べて資金調達面でかなり不利であることは良く知られたことであるが、銀行が不健全な場合、情報の非対称性の存在や規模の経済という点において不利な中小企業が強く資金制約を受けることも述べられている。

3. データと仮説

本稿では、日経新聞デジタルメディアが提供する『日経 NEEDS』の 2001 年から 2012 年の収録分から主たる変数を構成している。使用したデータは 2013 年 10 月段階での日経 225 銘柄から金融業を除いた 195 社と、中小企業のデータとして中小企業基本法第二条に記載されている中小企業の定義にあてはまる企業のうち、日経 NEEDS において変数に必要なデータ全てが揃っている 136 社を採用した。全て年次データを利用しているが、四半期毎のデータしかない場合は平均あるいは合計のうち最適なものを採用して年次データとした。また、なんらかの理由でその年に決算が複数回行われ、データが複数ある場合には後に出されたものをその年のデータとして採用した。なお、後述する資金繰りに関する変数は「全国企業短期経済観測調査（短観）」[2001～2012] より、日経 225 に含まれる企業は大企業から、中小企業のデータは中小企業から抽出している。

主要な変数は、主として堀/安藤/斎藤 [2009] に従って構築している。被説明変数である流動性資産比率に関しては、総資産に対する現預金の比率について自然対数をとったものを使用している。なお、先行研究との比較可能性を考慮して、基準化する総資産については、現預金を控除したものを使用している。また、厳密に言えば流動性資産には流動性の高い政府短期証券なども含まれるべきではあるが、堀/安藤/斎藤 [2009] の手法に基づき、投資目的で保有している株式や債券の影響と取り除くために現預金という狭い範囲での流動性資産に分析対象を限定して推計結果を報告したい。

説明変数に関しては、企業のマイクロデータに関する変数、マクロデータに関する変数、経営者心理に関する変数に分けることができる。表 1 において説明変数ごとに期待される符号の係数をまとめている。なお、先行研究で導入されているマイクロデータに関する変数のうち今回導入したマクロデータと強い内省性がある可能性が高いものについては本分析からは除外した。

分析方法は最小二乗ダミー(LSDV: Least Square Dummy Variable)推定量を使用したパネルデータ分析である。統計ソフトは R を使用した。日経 225 掲載企業にみられるデータの

表 1：説明変数ごとに期待される符号の係数

説明変数	期待される係数の符号	背景となっている仮説
企業のミクロデータに関する変数		
企業規模	－	資産規模の拡大によって相対的に現預金の比率の低下流動性ショックに耐性が高いため現預金保有の予備的動機も少ない
キャッシュフロー比率	＋	現預金保有の原資となるためプラス
負債比率	＋、－	負債が経営者の規律付けにつながった場合内部留保を圧縮するためマイナス倒産回避のために負債比率を高めようとした場合はプラス
投資機会	＋	成長企業ほど将来の投資機会に備えて内部留保を蓄積しようとするためプラス
マクロデータに関する変数		
全国 CPI	－	CPI の上昇が好景気感につながり投資を喚起するためマイナスまた物価の上昇が企業の資金を圧迫するためマイナス
マネタリーベース	＋、－	マネタリーベースには法人の保有通貨も含まれているためプラス資金調達が可能になり現預金保有の必要性がなくなるためマイナス
為替レート	＋、－	円高による輸出品の値上がり輸出を行う企業の業績低下につながるためマイナス逆に円高によって輸入品の値下がり企業が利益に繋がればプラス
無担保コールレート	＋、－	資金調達が容易になり予備的動機で現預金保有の必要性が下がるためプラス資金があるにも関わらず投資機会を見つけることができなければマイナス
経営者心理に関する変数		
資金繰り	＋、－	内部留保が豊富であるために資金繰りが楽と判断された場合はプラス資金繰りの楽さが資金調達の容易さを表すのであればマイナス

欠損については R の自動補完機能を使用している。パネルデータ分析のモデルは以下のようになっている。

中小企業分析モデル

$$CR_{it} = \mu_i + \sum_{m=1}^4 \alpha_m X_{mit} + \sum_{n=1}^4 \beta_n Y_{nt} + \gamma Z_t + \varepsilon_{it}$$

(i=1~136, t=1~12, m=1~4, n=1~4)

日経 225 分析モデル

$$CR_{it} = \mu_i + \sum_{m=1}^4 \alpha_m X_{mit} + \sum_{n=1}^4 \beta_n Y_{nt} + \gamma Z_t + \varepsilon_{it}$$

(i=1~195, t=1~12, m=1~4, n=1~4)

ここで

X_{1it} =企業規模、 X_{2it} =キャッシュフロー比率、 X_{3it} =負債比率、
 X_{4it} =投資機会、 Y_{1t} =全国 CPI、 Y_{2t} =マネタリーベース、
 Y_{3t} =為替レート、 Y_{4t} =無担保コールレート、 Z_t =資金繰り

である。

a. 企業規模

企業規模はその企業の総資本の自然対数をとったものを代替変数とした。一般に企業規模が大きいほどに資金繰りに余裕があり、あまり現預金を必要としていないことは先行研究の章で述べた通りであり、また流動性ショックに対する耐性も高いと考えられる。

分母である総資産額も高いため推定係数はマイナスを予測する。

b. キャッシュフロー比率

キャッシュフロー比率は営業キャッシュフロー、財務キャッシュフロー、投資キャッシュフローの和を総資産で除した変数である。キャッシュフローは現金保有の原資になることから推定係数はプラスを予想する。

c. 負債比率

負債比率は負債合計を総資産で除し、自然対数をとったものである。負債を多く持つことが企業の経営者の規律付けにつながった場合、経営者は無駄な内部留保を減らそうと努力すると考えられるため、現預金比率は低下する。反対に倒産を回避するため負債を圧縮するべく現預金比率を高める可能性もある。

d. 投資機会

投資機会は企業のその年の株価の高値と安値の平均をとったものに発行済み株式数をかけ、それを総資本で除したものの自然対数をとった変数であり、その企業の株式市場での評価を表している。株式市場での評価がその企業の成長機会であるとするならば、成長率の高い企業ほど資金調達制約による将来の投資機会逸失を恐れて多く現預金を保有しようとすると考えられる。そのため推定係数はプラスを予想する。

e. 全国 CPI

全国 CPI とは総務省が毎月発表する全国消費者物価指数の略称で、全国の世帯が購入する家計に係る財及びサービスの価格等を総合した物価の変動を時系列的に測定したものである。アベノミクスでは CPI の 2%上昇を金融政策の目標としており、そのための金融緩和策を続けている。この変数はインフレの度合いを示したものであり、現在の日本ではインフレは好景気の証ともされている。好景気に乗じて企業が投資を行うのであれば現預金比率は低下し、また消費者物価の上昇が企業物価、賃金等の上昇につながればより多くの資金が必要と

なるため、同様に現預金比率は低下するのではないかと考えられる。そのため推定係数の符号はマイナスと予想する。

f. マネタリーベース

マネタリーベースとは現金通貨と民間金融機関が保有する中央銀行預け金の合計と定義されている。つまりは経済を実質的に循環している元となるお金の総量を示しており、一般にマネタリーベースの増加は貨幣供給量を増加させ、貨幣供給量の増加はインフレに繋がる。法人の保有通貨も含まれているため、推定係数はプラスになると考えられるが、逆にマネタリーベースが通貨の流通の度合いを示すのであれば多くの資金が経済に流れることで資金調達が容易になり、予備的動機から現預金を持つ可能性を減少させ、現預金比率を低下させるとも考えられる。

g. 為替レート（ドル円）

一般に円高は輸出品の値段を高騰させ、輸出中心の企業に悪影響を及ぼすことが知られている。業績が下がれば現預金比率を低下させざるを得ないため推定係数はプラスを予測する。だが、現在の日本企業は輸出中心から内需中心に転換しつつあるものもあるため、円高が輸入品の価格を下げ企業の利益とつながる可能性もあり、その場合推定係数はマイナスが予想される。現代の日本でも円安になると景気が良くなる傾向があるが

「円安＝好景気」という人々の心理に影響を受けている可能性がある。

h. 無担保コールレート

無担保コールレートは日本の金利水準を表す変数として導入した。金利は典型的な金融緩和の程度を表す指標である。金融緩和は基本的に企業の資金調達を容易にするため、現預金保有の予備的動機を薄れさせる一方、適切な投資機会を見つけることができず資金ばかり集まってしまった場合には内部留保は増加する。そのため推定係数はプラスとマイナス両方を予想する。

i. 資金繰り

ここでは企業の心理に関わる変数を導入した。これは全国企業短期経済観測調査 [2001～2012] から抽出したもので経営者に企業の最近の資金繰りについて「楽である」、「さほど苦しくない」、「苦しい」の三択で選んでもらい、「楽である」を選んだ企業数から

「苦しい」を選んだ企業数を引いた D.I である。これについては大企業と中小企業で別々のデータがあるため日経 225 には大企業のデータを、中小企業には中小企業のデータを用いた。これは客観的な数字ではなく経営者の主観に基づいたデータである。今までのアベノミクスの金融緩和が成功した要素として市場の景気好転への人々の期待があったことを踏まえると、人の心理を含む変数を必要であると考えこの変数を導入した。この変数が内部留保の多さによる経営者の安心感を示す場合プラス、経営者が感じる資金制約の強さを示すものである場合、制約が弱ければ予備的動機で現金を保有する必要が薄まるため推定係数はマイナスを予想する。

4. 分析結果

4.1 基本統計量

ここでは被説明変数である現預金比率の 2001 年～2012 年の平均を大企業と中小企業に分けてプロットしたものととも、第 3 節で説明した基本統計量を報告する。

図 3: 現預金比率の推移

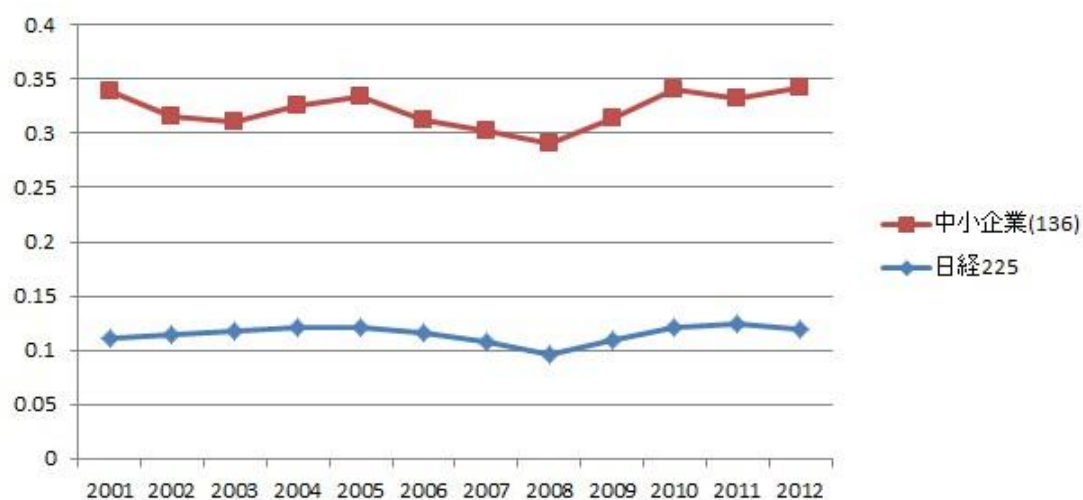


表 2: 中小企業の基本統計量

中小企業				
変数	平均	標準偏差	最小	最大
現預金比率	2.06E-01	2.61E-01	3.43E-03	4.85E+00
企業規模	4.12E+00	4.07E-01	2.61E+00	6.05E+00
キャッシュフロー比率	8.81E-03	1.77E-01	-1.52E+00	4.19E+00
負債比率	-2.26E-01	2.04E-01	-1.82E+00	4.76E-01
投資機会	5.62E+00	4.31E-01	4.08E+00	7.54E+00
全国 CPI	1.01E+02	7.05E-01	9.97E+01	1.02E+02
マネタリーベース	4.44E+04	1.12E+03	4.19E+04	4.54E+04
為替レート	9.92E+01	7.97E+00	8.27E+01	1.12E+02
無担保コールレート	1.23E-01	1.65E-01	6.25E-04	5.06E-01
資金繰り	-9.19E+00	5.74E+00	-1.93E+01	-1.00E+00

表 3: 大企業の基本統計量

日経 225				
変数	平均	標準偏差	最小	最大
現預金比率	1.16E-01	1.46E-01	5.05E-03	1.82E+00
企業規模	6.00E+00	4.88E-01	4.47E+00	7.51E+00
キャッシュフロー比率	-4.20E-02	4.19E-01	-9.89E+00	6.45E-01
負債比率	-2.01E-01	1.52E-01	-1.31E+00	1.50E-01
投資機会	-3.20E-01	3.37E-01	-2.97E+00	1.16E+00
全国 CPI	1.01E+02	7.05E-01	9.97E+01	1.02E+02
マネタリーベース	4.44E+04	1.12E+03	4.19E+04	4.54E+04
為替レート	9.92E+01	7.97E+00	8.27E+01	1.12E+02
無担保コールレート	1.23E-01	1.65E-01	6.25E-04	5.06E-01
資金繰り	2.11E+02	1.14E+02	2.25E+00	4.08E+02

図3が示すように、現預金比率は中小企業の方が圧倒的に高いことが分かる。中小企業に比べて大企業は総資産額が高いため、予備的動機で保有する現預金の比率が相対的に下がる。倒産の危険性も中小企業に比べて低くキャッシュフローも安定していることが多いため、予備的動機自体も中小企業に比べて薄い。また第2章でも述べたことであるが、大企業は銀行から借入する際の制約が弱いため、現預金を保有していなくとも必要時に借入を行えばよい。これらの理由から大企業の現預金比率が低いことは当然であるといえる。時系列的な視点から分析すると2001年～2005年の金融緩和期には中小企業は現預金比率を下げる傾向が見られる一方大企業はなだらかに上昇している。投資という観点からこの現象を考察すると、バブル崩壊、金融危機などで長らく続いた金融不安が一息ついたことから中小企業はこれまで控えていた投資を行い始め、金融不安の影響が中小企業より小さい大企業は長く続く不況で将来の展望が立たないために投資を控えたと考えられる。中小企業が2005年に上昇している点については2006年にゼロ金利政策が終了することに備えてのことではないかと考える。2008年に中小企業、大企業ともに下げているのはリーマンショックにおける利益の圧迫が影響したからであり、その後の上昇もそこから続く不況感で投資意欲が削がれたためであると考えられる。

基本統計量に関しては表の通りであるが、資金繰りDIの平均に関して大企業は大きくプラスである一方、中小企業はマイナスの値をとっており、中小企業の資金繰りの厳しさがうかがえる。

4.2 分析結果

まず、中小企業を対象とした分析結果を以下に報告する。

表4 中小企業の推定結果

中小企業					
変数	推定値	標準誤差	t 値	P 値	
企業規模	-1.13E-01	3.97E-02	-2.86E+00	4.36E+04	**
キャッシュフロー比率	2.59E-01	3.15E-02	8.21E+00	5.00E-16	***
負債比率	2.35E-01	6.16E-02	3.82E+00	1.41E-04	***
投資機会	3.00E-01	2.96E-02	1.01E+01	2.20E-16	***
全国CPI	-7.04E-02	1.36E-02	-5.19E+00	2.43E-07	***
マネタリーベース	1.97E-05	8.69E-06	2.27E+00	2.34E-02	*
為替レート	3.03E-03	1.54E-03	1.97E+00	4.96E-02	*
無担保コールレート	2.21E-01	6.76E-02	3.27E+00	1.09E-03	**
資金繰り	-7.60E-03	1.34E-03	-5.69E+00	1.58E-08	***

(***は 0.1%有意、**は 1%有意、*は 5%有意、.は 10%有意)

企業規模についてはマイナスの係数をとった。中小企業のカテゴリの中においてもやはり企業規模が大きいほうが現預金の保有動機は小さくなることが分かる。キャッシュフロー比率、負債比率、投資機会についても予想と同様の結果となった。全国 CPI はマイナスの係数をとった。これはアベノミクスのインフレ政策によって現預金比率が低下する可能性を示している。その一方でマネタリーベースがプラスの係数をとっているため、どちらの影響が強いかによってこの金融緩和政策がどのような影響を及ぼすかわかってくると言える。為替レート、無担保コールレート、資金繰りも予想通りの結果が出た。資金繰りに関してはかなり強い有意となった。これは大変興味深い内容であり、中小企業経営者の心理状況を改善させるような政策が有効であることを示唆している。

次に、日経 225 掲載企業を対象とした分析結果を以下に報告する。

表 5：大企業の分析結果

日経 225					
変数	推定値	標準誤差	t 値	P 値	
企業規模	-1.88E-01	5.07E-02	-3.71	2.12E-04	***
キャッシュフロー比率	4.20E-02	1.48E-02	2.84	4.53E-03	**
負債比率	4.55E-01	6.31E-02	7.21	7.82E-13	***
投資機会	9.49E-02	2.22E-02	4.27	2.02E-05	***
全国 CPI	-3.92E-02	9.63E-03	-4.07	4.82E-05	***
マネタリーベース	2.31E-05	7.31E-06	3.16	1.63E-03	**
為替レート	3.93E-03	1.04E-03	3.77	1.70E-04	***
無担保コールレート	8.66E-02	5.10E-02	1.70	8.98E-02	.
資金繰り	5.28E-03	8.59E-03	6.15E-01	5.39E-01	

(***は 0.1%有意、**は 1%有意、*は 5%有意、.は 10%有意)

大企業に関してもほぼ予想通りであった。無担保コールレートが有意でなかった理由としては金融機関の状況が大企業の資金調達にあまり影響を及ぼさないためであると考えられる。資金繰りに関しても有意でなかったが、大企業は資金繰りに困っていることが少ないため、現預金保有の決定要因となりえなかったためであると考えられる。

4.3 分析結果の考察

大企業と中小企業との比較検討を行うため、両者の分析結果を並べた表を以下に掲載する。企業規模はともに似たような数字となった。キャッシュフロー比率は中小企業の方が大きく

プラスに有意であった。これは余裕があれば内部留保に資金を回したいという中小企業の行動に一致している。負債比率が大企業のほうが大きくプラスとなっているのは大企業の方が

表 6：企業規模別結果

	日経 225		中小企業	
企業規模	-1.88E-01	***	-1.13E-01	**
キャッシュフロー比率	4.20E-02	**	2.59E-01	***
負債比率	4.55E-01	***	2.35E-01	***
投資機会	9.49E-02	***	3.00E-01	***
全国 CPI	-3.92E-02	***	-7.04E-02	***
マネタリーベース	2.31E-05	**	1.97E-05	*
為替レート	3.93E-03	***	3.03E-03	*
無担保コールレート	8.66E-02	.	2.21E-01	**
資金繰り	5.28E-03		-7.60E-03	***
標本数	2340		1632	
企業数	195		136	
R2	7.33E-02		2.03E-01	

(***は 0.1%有意、**は 1%有意、*は 5%有意、.は 10%有意)

負債への利子支払が巨額であるためより負債があるときには利子支払のために多くの資金をもっておこうという意識が高いためであろう。投資機会は中小企業の方が強くプラスとでた。これは中小企業のほうが成長機会を多く持ち、またその際の資金調達制約を受けやすいため、多く保有しようとするためであると考えられる。全国 CPI は中小企業のほうが大きくマイナスの影響を受けると出た。これは規模の小さい中小企業のほうが物価上昇による資金の圧迫を受けやすい、もしくは好景気により強く反応して多くの投資と行っているかのどちらかであると考えられる。マネタリーベース、為替レートはともに似たような係数をとったが、為替レートに関しては大企業のほうが強く有意と出た。これは大企業のほうが海外取引を多く行っているため、為替の影響を受けやすいからであると思われる。無担保コールレートと資金繰りは中小企業にのみ有意となっている。無担保コールレートについては中小企業の方が金融環境の変化によって資金制約を受けやすいことが考えられる。資金繰りに関しては規模が小さいため経営者の心理が経営方針につながりやすいためであると考えられる。

5. まとめ

本稿は現預金比率関数の推計を通じて、2001年から2012年までの企業の現預金保有行動が何に起因しているのかをアベノミクス評価という観点からマクロデータを加えて分析した。その結果消費者物価指数（全国CPI）の増加と無担保コールレートの低下は現預金比率の低下につながるということが判明した。これは物価の上昇が好景気を期待させ投資を刺激している可能性や金融緩和によって資金制約が緩和されれば企業は更なる投資を行う可能性があることを示しており、それが正しければアベノミクスの金融緩和策は現在の日本においてはそのまま成長戦略につながっていることを示している。一方、金融緩和で増加するマネタリーベースとはプラスの相関があるために、どちらの影響がより強力であるかは重要な論点である。また中小企業において経営者の心理が投資行動に大きく影響を及ぼすことが分析結果からうかがえた。アベノミクスは中小企業の投資喚起も目指しているが、この結果から経営者の心理を改善するような政策、例えば中小企業あるいはそれに資金を貸し出す銀行にセーフティネットを設けるような政策や、法人税減税などの政策が有効であるのではないかと提案したい。

参考文献

- 堀敬一、安藤浩一、齋藤誠(2009)「日本企業の流動性資産保有に関する実証研究: 上場企業の財務データを用いたパネル分析」Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series 081.
- 堀敬一、安藤浩一(2002)「流動性資産と企業行動：時系列データによる分析」、齋藤誠、柳川範之編著『流動性の経済学：金融市場への新たな視点』東洋経済新報社
- 福田慎一、粕谷宗久、中島上智(2005)「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 05-J-2.