



# HOKKAIDO UNIVERSITY

|                  |                                                                                   |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Title            | ケインズ投資理論再考:流動性と資本価値                                                               |
| Author(s)        | 内田, 和男                                                                            |
| Citation         | 経済學研究, 35(4), 106-121                                                             |
| Issue Date       | 1986-03                                                                           |
| Doc URL          | <a href="https://hdl.handle.net/2115/31728">https://hdl.handle.net/2115/31728</a> |
| Type             | departmental bulletin paper                                                       |
| File Information | 35(4)_P106-121.pdf                                                                |



## ケインズ投資理論再考

—— 流動性と資本価値 ——

内 田 和 男

### 1. はじめに

ケインズの投資理論と新古典派の投資理論との間に差異はあるだろうか。あるとすれば、その決定的要素は何であろうか。この間に答えることによって、始めて、われわれはケインズの投資理論を正確に理解することができるであろう。これが本稿の目的である。結論を先取りすれば、両者を区分しているのは、Keynes が投資行動を一つの資産選択行動として把らえ、ストック構造の枠組の中で投資理論を展開した点にある。Keynes による投資の限界効率と資本の限界効率との混同も、その証として読むことが可能であろう。Keynes は云う<sup>1)</sup>。

「将来に関するわれわれの知識が移易く、曖昧で、不確実であるから、古典派の手法では富を適切に取り扱えない。古典派理論は経済財が生産される短期間内にそれらが必ず消費されるような世界で美しく機能するであろう。」  
(傍点筆者)

Keynes の視点は長期にわたって経済を規定するストック変数に定められているのである。

ポートフォリオのなかの種々な資産を類型化して、その特性をみるのに、Keynes は各資産が保有する次の3つの属性に注目する。一つは、資産が収益あるいは産出物  $q$  を生み出すこと。二つは、資産は損耗や費用など持越費用  $c$  を伴うこと。最後に、資産を自由に処分しうる

便益や安全性の度合、すなわち流動性プレミアム  $l$  である。各資産はそれぞれ異なった程度でこれらの属性を保有している。例えば、実物資本は  $q-c$  が大きく、 $l$  が小さい資産であり、貨幣は  $q-c$  が小さく、 $l$  が大きい資産である。こうして、Keynes による資産価値の評価は  $q-c+l$  で示される。

われわれにとって興味深いのは、実物資本の価値を評価するに当たっても、Keynes が属性  $l$  を明確に考慮している点にある。ここに於いて、Keynes の投資理論が流動性及びその選好と深く係ってくるのである。他方、新古典派の投資理論では、資本価値の評価に流動性プレミアムに相当するものは考慮されていない。そこでは、 $q-c$  によってのみ資本価値が示される。確かに、新古典派の投資理論においても、最近、不確実性の問題が取り扱われているが、それは  $q$  の流れに関してのみである。不確実性と流動性との結びつきについては全く言及されていない。したがって、新古典派理論では、このルートを経て不確実性が投資に及ぼす効果を分析することは不可能である。

「このように決定される投資量が、時から時へと、大幅に変動することは驚くに当たらない。というのは、それが将来についての二組の判断——保蔵性向と資本資産の将来収益に関する見解に依存しているからである。そのどちらも、十分な、あるいは明確な根拠に基づいていない。両要因のうち一つの変動が他の要因の変動を相殺すると想定すべき理由は

1) Keynes [7], p. 213.

何もない。将来収益に関してより一層悲観的になるとき、保蔵性向が減少すべき理由は存在しない。実際、一つの要因を強める条件は、原則として、他の要因をも強める傾向にある。将来収益について悲観的な見解へと導く同一の状況は保蔵性向を高め勝ちである。<sup>2)</sup>

新古典派の理論によれば、企業が将来収益に関して悲観的となり、その割引現在価値が小さくなっても、利子率が十分に低ければ、投資への影響は回避される。しかし、悲観的な将来予想は、一般に、流動性への選好を高めるであろう。つまり、資産の属性  $l$  の評価に重きが置かれる。この結果、たとえ利子率が十分に下落しても、非流動的な資産である実物資本の増加を意味する投資行動は明らかに好ましくない。以上の様な観点に基づき、実物投資と流動性選好との結びつきを、不確実な将来見通しを軸として考察するのがケインズ理論の主題である。

## 2. Barro の定式

本節では、ケインズ投資理論について直接論じる前に、その対極にあると考えられる新古典派の投資理論について簡単にレビューしておこう。このことによって、われわれは以下で展開されるケインズ理論の特質を鮮明に知覚することができるであろう。新古典派の投資理論と云えば、Jorgenson のモデルを一般に指すが、ここでは、流動性の視点からケインズ理論との対比を容易にする Barro の定式化を紹介することにしよう<sup>3)</sup>。

新しい資本がオペレーショナルになるには、時間を必要とするので、次期の生産に利用できる資本ストック量は、

$$K_t = K_{t-1} + I_t - \delta K_{t-1}$$

で示される。ここで、 $K_{t-1}$  は今期首の資本ストック量、 $I_t$  は今期粗投資量、 $\delta K_{t-1}$  は今期の資本減耗分を示す。そして  $I_t - \delta K_{t-1}$  は純投資量

を意味する。したがって、企業が  $t$  期間においてどれだけ投資するかは、 $K_t$  の蓄積によって得られる次期の予想収益と投資コストを比較して決定される。

投資の単位当り購入費用は、一財モデルでは生産物価格  $P_t$  に等しい。ここでは簡単化のため投資の調整費用は考慮に入れない。他方、投資の収益は二つの要素から成る。一つは、投資の一単位追加は次期に利用可能な資本  $K_t$  を一単位増加させる。これは次期の産出量を資本の限界生産力  $MPK_t$  だけ上昇させる。したがって、次期の生産物価格を  $P_{t+1}$  とすれば、追加販売収入は  $P_{t+1} \cdot MPK_t$  で示される。

ところで、Barro は資本に完全な中古再販市場が存在すると仮定する。資本の  $\delta$  割合は期末までに減耗し、 $(1-\delta)$  割合が期末まで残る。企業はこの中古資本を市場で販売するとしよう。次期の価格は  $P_{t+1}$  であるから、中古資本の販売から得られる単位当り収入は、 $(1-\delta)P_{t+1}$  である。これが投資収益の第二の要素である。

結局、投資の追加一単位当りのコストは  $t$  期における  $P_t$  であり、収益は  $t+1$  期における  $P_{t+1}(MPK_t + 1 - \delta)$  である。それゆえ、投資の名目収益率は次のように示される。

$$\frac{P_{t+1}(MPK_t + 1 - \delta) - P_t}{P_t}$$

企業は、これを投資資金コスト、あるいはその機会費用と比較して投資決定をおこなう。この費用項目として債券の名目利子率  $R_t$  を使用するならば、企業は次の条件を満たすように行動する。すなわち、

$$\frac{P_{t+1}(MPK_t + 1 - \delta) - P_t}{P_t} = R_t$$

が最適条件となる。

Barro による以上の議論は、次のようなモデルで定式化することができる。いま、資本に中古再販市場が存在すると仮定した上で、企業は来期の利潤を最大化するように、最適資本量を決定すると考えるのである。ここで、新しい資本がオペレーショナルになるには、時間を必要

2) Ibid., p. 218.

3) Barro [1], Chapter 10.

とするので、来期 ( $t+1$ 期) の生産に必要な資本量  $K_t$  は今期 ( $t$ 期) に決定、調達されるものとする。この場合、企業の利潤は次のように示されるであろう。

$$J_{t+1} = P_{t+1}F(K_t, L_{t+1}) - W_{t+1}L_{t+1} \\ + P_{t+1}(1-\delta)K_t - P_t(1+R_t)K_t$$

ここで、 $L_{t+1}$  は来期の雇用量、 $W_{t+1}$  は来期の賃金率、 $F$  は生産関数である。その他の記号については、これまでと同一である。右辺の第一項と第二項との差は、来期の経常生産活動から期待される利益である。右辺第三項は、来期末における中古再販市場での残存資本の販売収益である。第四項は、来期利用可能な資本量  $K_t$  を今期調達することによる費用——ファイナンス費用、あるいは機会費用を来期の価値額で表示したものである。

利潤最大化条件は次の通りである。

$$\frac{\partial J_{t+1}}{\partial L_{t+1}} = P_{t+1}MPL_{t+1} - W_{t+1} = 0$$

$$\frac{\partial J_{t+1}}{\partial K_t} = P_{t+1}MPK_t + P_{t+1}(1-\delta) \\ - P_t(1+R_t) = 0$$

ここで、第一式は来期において労働の限界生産力が実質賃金に等しいという周知の条件式を示す。第二式は上で示した適正資本量の条件

$$\frac{P_{t+1}(MPK_t + 1 - \delta) - P_t}{P_t} = R_t$$

に等しい。

さて、 $\pi_t$  を  $t$  期におけるインフレ率とすれば、 $P_{t+1} = (1+\pi_t)P_t$  である。これを利用して上記の資本の最適条件を書き直せば、

$$(1+\pi_t)(MPK_t + 1 - \delta) - 1 = R_t$$

となる。さらに、 $r_t$  が債券の実質利子率を示すものとすれば、 $(1+r_t) = (1+R_t)/(1+\pi_t)$  の関係式が成立する。これを利用すれば、上の条件式は次のように示される。

$$MPK_t - \delta = r_t$$

ここで、 $\delta=0$  の特別なケースが、標準的なテキストで示される資本の最適条件式に相当する。すなわち、資本の限界生産力は(実質)利子率に等しいという限界条件式である。

この条件式から導かれるのは、もちろん、来期の適正資本ストック量であって、今期の投資量ではない。しかし、このように決定される適正資本ストック量  $K^*$  に、現実の資本ストック量を調整させる行為、すなわち、ストック調整原理を想定することによって、投資量が導出される。

$$I_t = K_t^* - (1-\delta)K_{t-1}$$

$K_{t-1}$  は今期首において所与であり、 $\delta$  も一定であるから、今期の粗投資  $I_t$  は適正資本ストック量と一対一に対応する。したがって、資本の限界生産力が通減すると仮定すれば、投資量は実質利子率の減少関数となる。以上が新古典派投資理論の概要である。

ここで展開された新古典派投資理論の特質をわれわれはどこに見出すべきであろうか。筆者の考えでは、それは資本に対して再販市場の存在を仮定する点にあると思う。来期の生産に利用される資本  $K_t$  はその減耗分を除いた残り  $(1-\delta)K_t$  が来期末に市場で処分可能であるという仮定は、ケインズ理論における資本の取り扱いとは全く異なる。ケインズ理論では、資本資産は一般に金融資産とは異なり、市場性を欠いた流動性の低い資産として取り扱われ、資本資産と金融資産とは全く異なる属性をもつ資産として考察されている。他方、実物資本にはほぼ完全な市場性を仮定する新古典派の理論では、資本資産が金融資産、とくに債券とその属性を異にすることなく、両者は完全に代替的な資産であると見做されている。したがって、経済が均衡している状態では、両者の収益率は均等していなければならない。先に導出した資本量の最適条件式は、このような議論を背景にして、はじめて、その意味するところが明確になる。

一般に、市場の存在は人びとの視野を短期化させ、経済の同時代性を強める。したがって、長期的な展望を必要とする経済成長という目的にとって、市場の存在は一種抑制的な作用をもつかもされない。今世紀における先進工業国の特徴として、規模の経済性を背景とした製造業

を中心とする装置産業の進展を挙げることができる。それぞれ特定の目的のために企画され、装備された機械、工場、設備といった資本資産は、一般に固定化されており、非流動的な資産である。長期に固定化される資本を選択するに当っては、企業の「長期的な期待」が重大な役割を演じる。他方、その資本資産をファイナンスするために発行される債券は、一般に、市場性を持ち、流動性の高い資産である。ケインズの投資理論は、このような金融市場がもつ短期的・同時代的性格と企業家にとって必要な長期的・連続的な将来見通しとの間に生じる緊張関係の上に展開されるのである。これは明らかに、資本資産に完全な市場性を想定して、それが金融資産と同一類型資産に属すると考える新古典派の投資理論とは全く異なる内容を示すことになるであろう。

### 3. Hicks の考察

周知のように、マクロ経済学の標準的なテキストにおいて中心的な分析用具である IS・LM 図は、Keynes『The General Theory』の Hicks による初期の解釈を示すものである<sup>4)</sup>。そこには、ケインズ理論が次の 3つの部分から成り立っていることが明確に示されている。(1) 所得と雇用に対する投資の影響——乗数理論、(2) 投資に対する利子率の影響——資本の限界効率、(3) 利子率に対する貨幣供給ないし貨幣政策の影響——流動性選好。

Hicks は、その後も、この基本的枠組を外すことなく、それぞれについて新しい考察を加えてきている。このうち、流動性と投資との係りについての彼の最近の見解は、『The Crisis in Keynesian Economics』及び『Causality in Economics』に現われている。両者の分析視点は多少異なるが、流動性に関する通常を取り扱いに対する批判という点では軌を一にしている。すなわち、流動性と投資との結びつき

は、単に利子率の媒介を通じた側面だけでは不十分であり、その分析に当っては、流動性の概念をもっと広範に把握し、意思決定者のバランス・シート（貸借対照表）そのものに注視する必要があることを説いている。とりわけ、上記のケインズ理論の 3つの部分を、Hicks は『Mr. Keynes and the Classic』において、乗数と資本の限界効率を一緒に取り扱って、IS 曲線をつくり、先の 3つの関係を 2つの関係に縮約したが、『The Crisis in Keynesian Economics』においては、それに替わる取りまとめ方、つまり、資本の限界効率と貨幣の理論とを一緒に取り扱う方が、解明するところが多いと感じるようになってきたとして、「II. Money, Interest, and Liquidity」において、流動性に関する興味深い論議を投資との係りで展開している。以下、順をおって彼の主張をみることにしよう。

はじめに Hicks は問う。ケインズはある意味において、多分、非常に弱い意味においてはあが、マネタリストだったはずなのに、なぜ彼は、貨幣については何もなすべきことはいないと主張したかの如く読まれてきたのであろうか。Hicks によれば、それは、ケインズが資本の限界効率を一つのトピックとして取り扱い、貨幣の理論をもう一つのトピックとして取り扱うことによって、貨幣と投資との間のリンクは利子率なのだという見解に言質を与えていたからである。貸付条件としての指標を意味する利子率ではなく、ある特定の利子率が投資の重要な決定因であるか否かは、経験上の問題である。そして、1930年代のイギリスやアメリカでの調査がそれに対して否定的な印象を与えたのである。こうしてケインズ主義が財政主義にすりかわったのである<sup>5)</sup>。

Hicks の間は続く。それではなぜケインズは長期利子率をどのように重視したのであろうか。なぜケインズは貨幣保有の投機的動機にそれほど多くの注意を払っているのであろうか。

4) Hicks [3].

5) Hicks [4], pp. 31-33, 訳, pp. 44-47.

ケインズの目的は、投資水準全体を長期にわたって引き上げることによって、永続的な失業の傾向に対処することであり、そのために、長期利子率の長期間の下落を生み出すことであった。このような政策にとって、弱気の投機は重大な障害であった。この分析をケインズのように貨幣と債券の間の代替のみでおこなうのは不十分である。実際、われわれはポートフォリオのなかの資産の配分に関して確立された理論を現在もっている。しかしながら、ここで Hicks は、ケインズ分析の主要な議論が最近のポートフォリオ選択理論のなかにも完全に組み込まれていないことを指摘する<sup>6)</sup>。ケインズによって考察された弱気の投機は、一特殊事例としてポートフォリオ選択理論の中に容易に導入することができるが、流動性、あるいは流動性選好は、その理論のなかには登場しえないのであると。

ポートフォリオ選択理論は、不確実性のもとの選択問題として展開されている。そこでは、資産の平均的収益性と価格の安定性との間での選択が問題とされている。もしある資産の価格が非常に変動しやすければ、その資産を売却しうる価格が異常に低くなる危険があるために、その資産は危険資産とみなされる。したがって、投資家が弱気の期待をもてば、彼らは投機的動機のため貨幣（安全資産）をより多く所有するであろう。ここに投機的動機についてのケインズの分析が当てはまる<sup>7)</sup>。

しかしながら、このように定式化されるポートフォリオ選択の理論では、流動性の問題が欠落していると Hicks は云う<sup>8)</sup>。というのは、この理論が問題としているのは単一の選択 (a

single choice) であるからである。単一の選択の場合には、投資家が現在の将来に注目して、単に危険の分散という原則のみによって、あるいは、次の時点のポートフォリオの期待効用最大化というルールによってのみ行動することができる。他方、流動性の理論においては、既知のものと未知のものとをただ単に二分するだけでは不十分である。流動性は単一の選択にかかわる属性ではなく、相互に関連をもった諸選択の系列 (a related sequence of choices) の問題である。つまり、流動性を取り扱うには、時間を通じての危険負担という視点が必要となる。

ところで、非市場性の資産——たとえば、それ自体の特定の目的のために企画され、装備された新工場——を取得している企業は、それに伴う、その後の選択にかなり狭い帯 (band) を備えた、かなり長期間にわたる行動行程に身を委ねているのである。これに対して、容易に売却できる資産の取得は、容易に元に戻すことができる。この場合には、企業は取得後も、取得前とはほぼ同様な諸選択肢の広い帯を伴う。つまり、伸縮的な選択が可能な状態にある<sup>9)</sup>。

投資家が時間を通じての危険負担を回避できるのは、いつの時点においても自由な、そして伸縮的な選択が可能である状態を維持しておくことである。したがって、市場性のある資産が流動性をもっていることになる。市場性の低い資産は、不完全な流動性しか保有しえない。また、ポートフォリオ選択理論が考察の対象としている市場性はあるが価格が不安定な資産も、この意味において、不完全な流動性しかもちえない。というのは、その資産価値の一時的な低下によって、他の資産への乗り換えが不利となる時点が到来する危険性があるからである。

このように、流動性選好と価格変動に伴う投機的動機とは峻別されるべきである。前者は後者をその一形態として含む広義な概念である。資産や財に市場性があるということは、それら

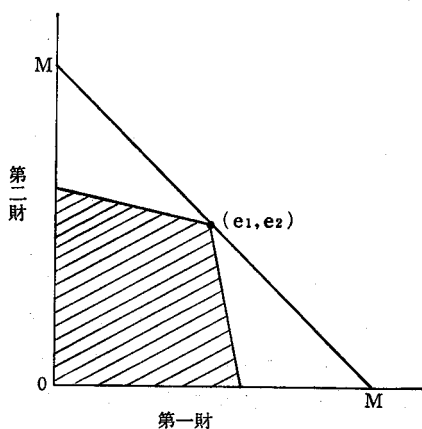
6) *Ibid.*, p. 37, 訳, p. 52.

7) ケインズの分析では、人びとが資産をさまざまな形態に分割して保有しているという事実が説明できない。不確実性を考慮に入れて、この難点を克服し、「全ての卵を同じ籠に入れぬ」資産保有形態を説明するのが、資産選択理論である。Tobin [11] を見よ。

8) Hicks [4], pp. 38-42, 訳, pp. 54-58.

9) *Ibid.*, pp. 41-42, 訳, p. 58.

を保有する経済主体に高い選択の自由度を賦与することに等しい。この点に関しては、Hahnも同様の考察をしている<sup>10)</sup>。彼によれば、市場性の概念は取引費用の存在を前提としており、流動性とはそれに対応した選択肢の帯に関する伸縮性を指す。いま、ある個人が2つの財（あるいは資産）を、それぞれ  $e_1$ 、 $e_2$  ずつ保有して次期に持越す場合を考えてみよう。取引費用の存在は、買値と売値との間に乖離を生み、次期の機会曲線は第一図で示されるような異なった傾きをもつ2つの線分で制約される。



第一図

もし次期の消費（あるいは保有）計画が確実に  $e_1$ 、 $e_2$  であるならば、MM 線上の選択を可能にさせる同額の貨幣保有と満足度は同じであるが、次期の消費（あるいは保有）計画が不確実であるならば、彼が MM 線を選好することは明白である。完全な市場性は、取引費用が存在しないことに等しく、選択肢の範囲が制約されることなく、より高い満足水準の達成を可能にする。このように流動性選好とは、将来の選択機会の制約を取り除くことによって、将来の不確実性の危険から回避する行為を指す。

ここで、前節の Barro の定式化を思い出すことは有意義であろう。そこでは、既存資本に

完全な再販市場の存在が仮定されているので、資本がその減耗分を除けば、ほぼ完全に市場性を有することになり、加えて、価格に不確実性が存在しないため、投資財（実物資本）そのものが完全に流動的な資産として取り扱われている。したがって、それを取り立てて貨幣と対比させることに特別な価値を見出すことができない。投資は単に収益率（利子率）の減少関数として示される。

貨幣当局による利子率の低下は、一般に投資を刺激すると考えられる。というのは、高い利子率のときには収益性がなかったが、低い利子率では収益性をもつような限界的プロジェクトが存在するからである。ところで、現実の世界では、企業による実物投資の実行は非流動的資産の獲得に等しい。他方、それは企業の流動資産の減少、あるいはそれに対応する負債の発生を伴い、どちらの場合も、企業の流動性を減少させる。したがって、未来に向っての透視度が低く、流動性に対する危惧の念が広まっており、時間を通じての将来の選択に対してフリー・ハンドの状態を保持しようと望んでいるときには、単なる利子率の引下げだけでは、投資に大きな刺激を与えることにならないであろう<sup>11)</sup>。

さて次に、『Causality in Economics』における Hicks の考察をみることにしよう。そこにおいて彼は、まず、因果律（Causality）を時間に関して3つに分類している。(1)原因が結果に先行する系列的因果律（the sequential causality）、(2)原因・結果ともに同じ期間に属している同時的因果律（the contemporaneous causality）、(3)原因・結果が共に恒久不変な静態的因果律（the static causality）。

静態的因果律は自然科学の分野で有効な適用を見る。経済学におけるこの因果律の適用例として、Hicks は、A. Smith の理論を引用しながら、古典派の理論がそれに相当するとして

11) 金融市場に限定すれば、これは短期利率と長期利率との乖離を生む可能性がある。

10) Hahn [2], pp. 26-27.

いる<sup>12)</sup>。この場合、彼が頭に描いているモデルは、多分、定常均衡のそれである。次に、同時的因果律であるが、これは現代の経済学に特有な形態であると Hicks は述べ、静学モデルでは厳密に設定しえなかった時間を明示的に考察できる因果律であるという<sup>13)</sup>。現実の経済活動の勘定を記録する上で、会計学は、ストック勘定として貸借対照表を、フロー勘定として損益計算書をもって正確に行う仕方を示している。この会計学の仕事から、現代の経済学は、ストックとフローの区分に関して、そして、「会計期間」での考察ということの両方を学んだ。つまり、同一会計期間内におけるフロー変数の因果関係は同時的であると見做す。もちろん、前期のストック変数が今期のフロー変数に影響を与えることは十分に考えられる。しかしこの場合、前期のストック変数量は、当該会計期間内の期首のストックとして計上され、当該期間内におけるストック変数として示される。

以上のような議論を展開した後に、Hicks はその視点をケインズ理論に定めるのである<sup>14)</sup>。ケインズ理論を構成する3つの部分のうち、所得を投資に関係づける乗数理論の分析は、明らかにフローの関係を示している。ただ、ケインズ理論における消費（貯蓄）は、計画されたものである。したがって、乗数を実証するには、計画された貯蓄と実現された貯蓄とが分析モデルにおいて一致していると仮定することが必要となる。このように経済が均衡状態にあると想定してモデル分析をおこなうことを Hicks は、「均衡手法 (the equilibrium method)」と呼ぶ。

ケインズ理論の第二の構成要素である資本の限界効率に考察を転じよう。ケインズが資本の限界効率という名称を使用したことは、不幸に

も、それを静学概念である資本の限界生産力と混同させる結果となった。ケインズの概念は静学的なものとは全く異なっていた。それは未知なる将来に向っている。企業家の将来に対する期待が投資に影響を与える。この期待の導入が新しい課題を時間との係わりで生む。将来の時点に関する期待は、二重に時間との係わりをもつ。一つは、暦の上での日付であり、他は、現時点からの距離を示す日付である。現時点が将来時点に近づけば、期待は当然変化する。Keynes は「長期的期待の状態」を取り扱うことによって、この問題を次のように処理した。将来時点とは今期末以降を示す。現在からの距離は時間の経過に伴って縮小してゆくが、この距離の変化が問題とならない程、それは遠い将来の出来事である。したがって、当該期間内では期待が変化しないと想定しうると。他方、Keynes による期待のこのような取り扱い方とは別な方法がある。それは前述した「均衡手法」である。期間内における期待は正確に実現されると仮定して、期待がその期間中変化しないモデルをわれわれは構築しうる。

さて、ケインズの流動性選好の議論にこの均衡手法を適用して、同時的因果律でもってそれを展開することができるであろうか。Keynes が繰り返し強調しているように、利子率と貨幣供給との関係は、ストックの関係であり、期間にわたるものではなく、時点に係わるものである。この関係を期間と結びつけた他の関係と調和させ、ケインズ体系全体を同時的因果律でもって説明するには、当該期間にわたって残高を平均にした平均的貸借対照表を使用することによって可能となるかもしれない。しかしこの場合、期待の取り扱いはどうなるのであろうか。ある時点の資産需要はその時点の期待に依存している。当該期間にわたってこのような各時点の期待を平均することに意味があるであろうか。加えて、流動性選好の本質はその不確実な予想にある。とすれば、流動性は均衡手法とも、そして同時的因果律とも、馴染まない概念

12) Hicks [5], IV 'Static' and 'Equilibrium'.

13) *Ibid.*, V Contemporaneous Causality—Stocks and Flows.

14) *Ibid.*, VI Contemporaneous Causality in Keynes.

であると考えられる。

こうして Hicks は、流動性の議論を「VII Sequential Causality—Lags and Reserve」で展開する。原因が結果に先行する系列的因果律、これは、われわれが因果律に対して抱くもっとも普通の考え方である。ところで、経済学の因果連鎖には一つの特異な性質がある。それは因果過程の間に経済主体の意思決定が介在するということである。もっとも単純な系列的因果律においても2つの段階がある。一つは、客観的な原因から意思決定に至るまでの前段階、他は、意思決定から客観的結果に至るまでの後段階である。原因から結果に至るまでの遅れ(lag)は、この前後2つの段階に依存する。

前段階のラグは後段階のラグに比して不安定で、信頼性に欠けると Hicks は云う<sup>15)</sup>。客観的原因は単にシグナルにすぎない。それは必ずしも反応を引き起すとは限らない。シグナルが強制力をもつ場合もあるし、そうでない場合もある。例えば、借入能力もなく、過去からの蓄積も持たない労働者の賃金下落した場合を考えてみよう。この客観的原因は即座に彼の支出を減少させるように働き、われわれは彼の支出減少という客観的結果を容易に観察できる。逆に、賃金が上昇した場合には、シグナルの強制力が弱まり、労働者による支出増加という行動結果を客観的に観察できない場合がある。当然のことながら、流動資産の形であっても、借入能力の形であっても、準備(Reserve)を保有しておれば、意思決定の自由がシグナルによって制限される度合は弱められる。現代は意思決定者の多くが種々な準備を保有している。したがって、シグナルはそれ程強制力をもたず、信頼の薄いものとなっている。

さらに、経済主体が有利な選択機会に直面する場合、流動的な準備を保有しておれば、ラグを伴うことなく有効に意思決定を下すことができる。流動資産の所有は常に拡張にとって都合である。それは拡張を強いるのではないが、

促進させるのである<sup>16)</sup>。流動性はシグナルによる呪縛から意思決定を解き放し、それに自由を与える。逆に、企業が流動性を減じる行動は、彼に自由を失わせることになる。特に、企業が実物投資を行なうことは、一方で非流動資産を獲得し、他方で流動性の減少——これは流動資産の放出であるかもしれないし、それに対応する負債の増加であるかもしれないが——を伴う。したがって、現在の投資機会の利用は、将来の好機に自由に対処しうる能力の減少を一般に意味する。加えて、負債を負う場合には、借入先の支配下に組みこまれる度合に応じて、企業の独立性そのものが失われる危険性がある。故に、企業の流動性を通常のように利益と損失との観点だけで考えるのは誤りである。

投資は利子率というシグナルによって完全にコントロールされない。それは流動性の状態に依存する。この結論は、流動性選好は悪いものだと言う Keynes の与えた印象を強くする。しかしそれは他方で、流動資産が存在せず、したがって流動性選好の機会もないハイパー・インフレーションの状態も同程度に悪いことを示唆している。投資の量でなく、投資の質、つまり投資の形態を賢明に選択することは、社会にとって生産的な行為であろう。流動性の社会的機能は、それが自由に考える時間を与える点にある<sup>17)</sup>。

#### 4. Minsky の分析

前節の Hicks の議論によれば、われわれが流動性を適切に取り扱うことができる場所は、sequence economy であると言う。そして、資産の sequential な選択問題において、ある時点の実物投資の決定は、必然的に流動性の減少を伴い、その後の sequential な選択に対して自由な意思決定を制限する。そこでは、利子率が流動性の単なる一つの指標でしかない。こ

16) *Ibid.*, p. 94.

17) Hicks [4], p. 57, 訳 pp. 78-79.

15) *Ibid.*, p. 90.

のような Hicks の議論は、本節で展開する Minsky の『John Maynard Keynes』の分析内容と一脈相通じるものがある。

ケインズ経済学が新古典派経済学と異なるのは、家計や企業が異時点間の資産選択 (intertemporal portfolio) や同時的所得決定 (contemporaneous income decisions) をおこなう資本主義経済にとって固有な不確実性の問題をケインズ経済学がそのモデル体系の内に組み込んでいる点にあると Minsky は云う<sup>18)</sup>。これは、所得決定の乗数理論が同時的因果律に属し流動性選好の問題が系列的因果律に属すると云う Hicks の考察と全く同一の内容である。さらに、Minsky によれば、『The General Theory』における投資決定の主要因が、資産の保有とそのファイナンスという二つの選択問題に伴う投機的性質にあり、生産関数のような技術的性質にあるのではない<sup>19)</sup>。こうして、第2節で展開された Barro による限界生産力原理に基づく投資決定理論は排斥されるのである。

Minsky は Hicks と同様に、金融部門のみならず非金融部門においても各経済主体の貸借対照表を重視する。Minsky は記す。各経済単位はポートフォリオ選択をおこなう。その意思決定は相互に関連する2つの面をもつ。一つは、いかなる資産を獲得・保有するかに係わり、他は、これら資産のポジションをいかにファイナンスするかに係わっている。資産と負債は、現金受取または現金支払という将来予想されるキャッシュ・フローの期日付き系列 (a dated sequence of anticipated cash flows) を生む<sup>20)</sup>。つまり、彼は貸借対照表上の資産方および負債方のそれぞれのストック項目がフローの流列を将来にわたって引き起す点に注目するのである。

資本主義経済はこの貸借対照表上において基

本的に投機的な意思決定を各経済主体に課するシステムであると Minsky は考える。ここで投機的な意思決定とは、各経済主体の経常的な経済活動から予想されるキャッシュ・フローが、負債の元利合計をどれ程保証するかに係わるものである<sup>21)</sup>。負債は資産の獲得・保有に対してファイナンスするために発行される。そして、負債は期日付き現金支払契約を設定することになる。企業にとって機械や工場等の設備が所有資産である。したがって、資産を保有するために、ある負債構造を受け入れる企業は、すなわち、実物投資を行なう企業は、将来にわたる各期の経済状態がその現金支払契約の遂行を可能にするであろうという判断に賭けているのである。企業は、この場合、不確実な将来の経済活動が順調に進展すると予測しているのである。

ここでの Minsky の分析は、貸借対照表上の負債というストック項目が生み出すフローがキャッシュ・フローの定まった流列であることに力点を置いている。将来にわたって契約された現金支払の流列は、経済主体の各期経済活動から生じる所得フローの流列によって達成される。後者は、市場の状態や政策の変更、その他外生的要因に大きく依存している。したがって経済主体は、将来の経済の順調な運行が欠けたときの「保険」として貨幣を保有する。貨幣保有は、経常的な経済活動からの現金受取りの実現フローが、負債によって生みだされる現金支払の契約フローに見合わないときの準備 (Reserve) として機能する。

ところで Keynes は、異なった種類の資産が異なった程度において保持する3つの属性を次のように区分している<sup>22)</sup>。ある資産は収益あるいは産出物  $q$  を生み出す。貨幣を除く大部分の資産は単なる時間の経過によってなんらかの損耗を蒙ったり、なんらの費用を伴う。すなわち、持越費用  $c$  を伴う。最後に、ある期間に資産を自由に処分しうる力は潜在的な便益あるい

18) Minsky [9], p. 68.

19) *Ibid.*, p. 10.

20) *Ibid.*, p. 70.

21) *Ibid.*, pp. 86-87.

22) Keynes [6], pp. 225-226, 訳 pp. 223-224.

は安全性を与えるであろう。この処分しうる力によって与えられる潜在的な便益や安全性のために、人びとが喜んで支払おうとする額をその流動性プレミアム  $l$  と呼ぶ。こうして、ある期間資産を保有することから期待される全収益は、 $q-c+l$  に等しくなる。

キャッシュ・フロー  $q-c+l$  の流れを資本化したものが資産価値、すなわち需要価格を示す。需要価格に対する  $q$  の比率はインプリシットな収益  $l$  の逆関数となる。単に非流動資産の  $q$  の流れだけを資本化して得られる価値は、市場でその資産を売ることができる価格ではない。それは純粋にその資産の運用から期待されるキャッシュ・フローの評価価値である。したがって、潜在的な市場価格を導出するには、その決定因としての  $l$  の要素を考慮に入れる必要がある。

$q$  は経済主体の負債構造から独立に決まるキャッシュ・フローである。そして、完全な資本市場においては、不確実性とか流動性とかが資産の評価に影響を与えない。この2つの点に注目して導出された命題が、企業の価値はその企業の資本構成（負債構造）とは独立に決まるといふ Modigliani and Miller の定理である<sup>24)</sup>。完全な資本市場において、いま、企業がその設備投資資金の調達を社債によって行なうとしよう。この場合、この資本設備が生みだす所得  $q$  から社債発行に伴う利子支払コスト  $c$  を差し引いた  $q-c$  の流れを資本化した値が、その企業の株式の価値に等しくなる。そして、資本化された  $c$  の流れが社債の価値に等しい。ここで、2つの価値の合計は、 $q$  の流れを資本化した価値に等しくなる。すなわち負債の構造は企業価値の評価に影響を与えないのである。

もちろん、Keynes, Hicks, そして Minsky は不確実性と流動性を強調する。したがって企業価値の評価には流動性プレミアムを考慮に入れる。Minsky によれば<sup>25)</sup>、各企業はバラ

ス・シートをもっている。その構成内容は、 $q$  というキャッシュ・フローを生みだす資産と  $c$  というキャッシュ・フローを伴う負債とからのみ成立しているのではなく、それは明確な価格で処分可能な資産、すなわち、 $l$  というインプリシットな収益を生む資産をも含んでいる。企業が  $q$  を生む追加的な資産を獲得しうるのは、 $c$  の上昇を引き起こす負債の増加によっても可能であるし、流動資産の削減、つまり  $l$  を減少させることによっても可能である。また  $c$  を増加させることによって  $l$  を上昇させることもできる。実物投資とは、 $q$  を生む資産を増加させる経済活動であり、それは新たな  $c$  の契約流れの追加によってか、または  $l$  の減少によってファイナンスされる。このような投機的行動が成功するということは、企業の資本価値の増大を意味する。すなわち、 $q-c+l$  の市場評価が投資コスト以上に増大することを意味する。これは、流動性プレミアムを考慮に入れないで、 $q-c$  と投資コストとの差異に注目する完全資本市場の場合の投資理論とは明らかに異なる。

以上のような議論をふまえて、Minsky は次のような投資理論を展開する<sup>26)</sup>。はじめに、彼は Keynes『The General Theory』から次の引用をおこなう<sup>27)</sup>。

「人が投資物件または資本資産を購入するとき、その資産の存続期間を通じて、それから生じる産出物を販売して、その産出物を得るための当期の費用を差し引いた後に、獲得できると彼が期待する予想収益の系列に対する権利を買っているのである。この年金の系列  $Q_1, Q_2, \dots, Q_n$  を便宜上投資物件の予想収益 (prospective yield) と呼ぶことにする。

投資物件の予想収益に対立するものとして、資本資産の供給価格 (supply price) がある。これはその類型資産を市場において現実に購入するさいの市場価格を意味するのではなく、製造業者にその資産の付加的一単位

24) Modigliani and Miller [10].

25) Minsky, *op. cit.*, pp. 88-89.

26) *Ibid.*, Chapter 5.

27) Keynes [6], p. 135, 訳 p. 133.

を新しく生産させるのにちょうど十分な価格, すなわちときおり置換コスト (replacement cost) と呼ばれるものを意味する。」この引用文をもって, Minsky は,  $Q$  の流れと資本の供給価格という2項目がケインズ理論における基本的な投資決定因であることを先ず確認する。

次に, 投資理論の基本的関係式として, 資本需要価格の導出に当って  $Q$  の系列を資本化する問題について論じる。Minskyによれば,  $Q$  の系列に適用すべき割引率は, いわゆる貨幣貸付の利子率 (the rate of interest on money loan) とは区別される。というのは, 契約された現金支払系列に対する権利は, 既知のキャッシュ・フローの流れということで確定的であり, それは資本資産に比べて相対的に市場性が高く, いわゆる高い流動性を保持している。これに対して, 実物資本が生み出す予想収益の流れは, 未知の経済状態に依存しており, 変動の度合や不確実性が高い。その上, この流れに対する権利は一般に再販市場を完備しておらず, したがってそれは低い流動性しか持ちえない。こうして,  $Q$  の流れに対する割引率は, いわゆるその不確実性の度合に応じて, 貨幣貸付の利子率より高いと考えられる。

このように  $Q$  の流れに適用される割引率は, 貨幣利子率とは一般に等しい訳ではないが, その水準は貨幣利子率の水準に依拠して決定される。そして, 貨幣利子率の水準が貨幣供給量に依存していることは周知の通りである。したがって, 資本の需要価格  $P_K$  は,  $Q$  と  $M$  に依存した関係式,

$$P_K = P_K(Q, M)$$

で形式的に表示される。しかし, この関係式が不安定であることは, 基本的事実である。

「貨幣は経済体系を刺激し活動させる一杯の酒であると主張したくなくとも, コップを唇へもっていく間になお過ちはいくらかあることを忘れてはならない。」<sup>28)</sup>

それは, (1)流動性のワナの議論で知られているように, 貨幣供給量と貨幣利子率との間の関係, (2)貨幣利子率と予想収益  $Q$  の流れに適用される割引率との間の関係, (3)予想収益それ自体が長期的期待に依存して不安定である, という3つの要因から生じるのである。

ところで, 実物投資が実行されるには, 資本需要価格  $P_K$  が供給価格  $P_I$  を上回っていることが必要である。しかし, たとえそうだとしても, 投資量それ自体の大きさはどのように決定されるのであろうか。Minskyによれば, それは実物投資の資金調達の方法に依存して決まると云う。 $P_K$  と  $P_I$  に関するこれまでの議論は, ファイナンスの構造とは独立に展開されてきた。しかし, ファイナンス構造は投資に重要な影響を与えるとして彼は Keynes『The General Theory』から再び引用をおこなう<sup>29)</sup>。

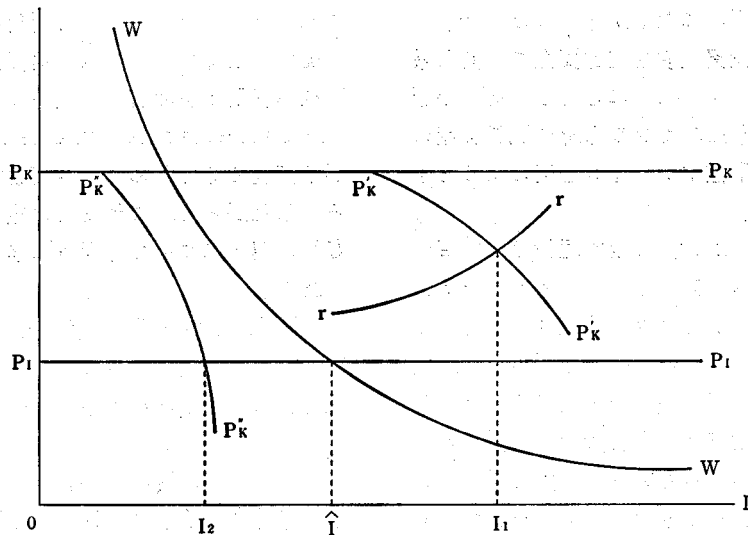
「二つの型の危険が投資量に影響する。それらは通常区別されていないけれども, 区別することが重要である。第一のものは企業者または借手の危険であって, 彼が希望する予想収益を現実獲得する確率についての彼自身の心中の疑念から生じる。人びとが自分の貨幣を危険を冒して投下する場合に, 関係してくる唯一の危険はこれである。

しかし, 貸借の組織——物的担保あるいは個人的保証に対して貸出が行われることを意味する——が存在する場合には, 貸手の危険と呼ぶことのできる第二の型の危険が関係してくる。この危険には道徳的危険, すなわち自発的な債務不履行あるいはその他のおそらく合法的な方法による債務履行の回避によるものと, 担保能力の不足, すなわち期待外れのための非自発的な債務不履行によるものがある。」

Minskyによれば, 借手の危険は2つの側面をもつ。一つは, 不確実性の世界において, 危険回避者の最適資産選択行動は, 危険の分散を計り, 保有資産を多様化することである。逆

28) *Ibid.*, p. 173, 訳 p. 171.

29) *Ibid.*, p. 144, 訳 p. 142.



第二図

に云えば、ある一つのタイプの資本資産の保有がある水準を越えて大きくなることは、それに適用すべき割引率が上昇することを意味する。第二は、借手企業にとって、負債が生み出す契約されたキャッシュ・フローは確定したものであるが、資本資産が生み出す予想収益  $Q$  は不確実なものであるから、負債によってファイナンスされる投資の増大は借手企業が  $Q$  に適用する割引率を高めるであろう。他方、貸手のリスクは金融契約のなかで具体的に示される。すなわち、より高い実行利子率、より短い貸付期間、二次抵当の要求、等々である。貸手のリスクは、総資産に対する負債の割合が高くなることによって増大するであろう。

いま、企業の内部留保額を  $W$  とすれば、内部資金でファイナンスできる投資額は、 $I = W/P_I$  である。この関係が第二図の  $WW$  双曲線で示されている。図においては、投資の供給価格線が  $P_K P_K$  の水準に位置すると仮定されているので、内部資金で可能な最大投資量は  $\hat{I}$  の大きさで示される。したがって、 $\hat{I}$  を越えて投資を行なうことは、実物投資のファイナンスを外部資金に依存することになる。この結果、企業に借手のリスクが発生して、資本の需要価格が  $P_K P_K$  線

から下降し始めるであろう。いま、その関係が  $P_K P_K$  の曲線で示されるとしよう。当然ながら、貸手のリスクも同時に発生する。資本の完全市場を想定しない限り、それは金融契約の条項に盛り込まれるのが普通である。借手である企業にとって、その制約はコスト・アップに等しい。したがって、 $\hat{I}$  の点で企業の投資コストは不連続となり、負債の増加に伴って上昇してゆくであろう。この関係が  $rr$  曲線で示されている。こうして、借手のリスクを考慮に入れた需要曲線  $P_K P_K$  と、貸手のリスクを調整した供給曲線  $rr$  との交点が、投資規模を  $I_1$  に決定する。

もちろん、両リスク曲線の形状は、貸手・借手の主観的な判断に大きく依存しており、安定性を欠いている。特に、借手のリスク曲線はその度合いが大きいと考えられる。例えば、貸手リスク曲線  $rr$  の始点は、通常、 $\hat{I}$  の乗直線上に位置すると考えられるが、借手のリスク曲線の始点がどこに位置するかは確定していない。いま、将来見通しがかなり悪く、流動資産に対する選好度が強い場合には、流動資産を手放して非流動資産を保有することの危険度が相当に高いことを意味するから、リスク曲線が  $P_K P_K$  で

示されるような形状になるかもしれない<sup>30)</sup>。この場合企業は、投資規模を内部資金で可能な最大投資量  $I_1$  より小さい  $I_2$  にとどめ、その残額  $(I_1 - I_2) \cdot P_I$  を過去の負債の返済や流動資産の保有に当て、流動性ポジションを高めようとするかもしれない。

以上の如く、Minsky の投資理論は、投資がそのファイナンスの方法やバランス・シート上の資産・負債構造から独立に決定されるものではないことを説いている。彼の分析視点は、貸借対照表上のストック項目から生じるフロー系列の性質に、実物資産と金融資産（負債）との間で大きな差異があるという点に置かれている。前者は不確実なキャッシュ・フロー系列であり、後者は契約されたキャッシュ・フローである。この点を考慮に入れて、資産価値と負債価値、そしてバランス・シートの構造を評価するのであるが、ここに、Keynes の流動性概念——ある期間に自由に処分しうる資産は潜在的な便益あるいは安全性を与える——が重要な役割を担うことになる。一般に、企業の資産内容が悪いために、その資産価値が負債価値に比べて低くなるとき、企業は債務不履行をひきおこす。しかし、企業の資産内容がそれなりに優良であっても、企業は流動性不足でデフォルトに陥ることがある。したがって、不確実な将来に向けて、企業が実物投資によって企業価値を高めようと計画するとき、資産不良問題だけでなく、流動性不足問題をも考慮に入れて投資決定をおこなわなければならない。

## 5. Mishkin の実証

以上の考察から、われわれは企業のバランス・シートの構成が不確実性下における実物投資の決定因として重要な役割を担っていることを学習した。本節では、この点に関する一つの実証結果を Mishkin の分析から紹介すること

にしよう。ただし、彼の分析対象は企業の実物投資ではなくて家計の耐久消費財需要である。耐久消費財は実物資本と同様に、中古再販市場 (the used consumer durable capital market) が不完全であるために、非流動的な資産である。したがって、これまでの議論が総て耐久消費財の購入についても同様に当てはまると考えられる。

Mishkin の分析は極めて単純である。その要旨は、不確実な世界において、耐久消費財を保有することの機会費用を Tobin-Markowitz 流の平均・分散アプローチで考察する点にある。いま、金融資産の替わりに耐久消費財を一単位保有することの一期間当り機会費用は次の通りである。

- (i) 耐久消費財を期末に手放す必要のない場合、

$$C_0 = 1 - (1-d) + r \\ = r + d$$

- (ii) 所得不足に陥り、耐久消費財を期末に手放す場合、

$$C_0 = 1 - h(1-d) + r \\ = r + d + (1-h)(1-d)$$

ここで、 $C_0$  は耐久消費財を一期間保有することの費用、 $r$  は金融資産の利子率、 $d$  は減価償却率、 $h$  は非流動性の度合を推量して、中古再販市場で期末に実現可能な単位当り耐久消費財の価値である。

さて、耐久消費財を期末に手放すことを余儀なくされる確率を  $p$  とすれば、

$$E(C_0) = p[r + d + (1-h)(1-d)] \\ + (1-p)(r + d) \\ = r + d + p(1-h)(1-d)$$

$$V(C_0) = p(1-p)[(1-h)(1-d)]^2$$

である。ここで  $E$  及び  $V$  は期待値と分散値を示す。そして、耐久消費財が期末に手放されるのは、流動性不足が生じる場合、すなわち、

$$DS + CON - Y - EIN > 0$$

の場合である。ここで  $DS$  は利払等の負債サービス、 $CON$  は消費、 $Y$  は可処分所得、 $FIN$

30) この場合、 $P_K P_K$  線それ自体が下方にシフトしているかもしれない。

は金融資産の保有高を示す。

恒常所得仮説によれば、

$$CON = k \bar{Y}$$

である。ここで、 $k$  は恒常所得からの消費傾向、 $\bar{Y}$  は期待平均（恒常）所得を示す。もし所得が正規分布に従うならば、標準正規分布の公式から

$$p = f[(DS - FIN - (1-k)\bar{Y})/\sigma_Y]$$

を得る。ここで  $\sigma_Y$  は所得の標準偏差である。そして、 $k$  は通常 1 より小さいと仮定されるから、

$$\begin{aligned} \frac{\partial p}{\partial DS} &> 0, & \frac{\partial p}{\partial FIN} &< 0 \\ \frac{\partial p}{\partial \sigma_Y} &> 0, & \frac{\partial p}{\partial \bar{Y}} &< 0 \end{aligned}$$

となる。

ここで、われわれは次の結果を得る。

$$\begin{aligned} \frac{\partial E(C_0)}{\partial DEBT} &= (1-h)(1-d) \\ &\quad \left[ \frac{\partial p}{\partial DS} \cdot \frac{\partial DS}{\partial DEBT} \right] > 0 \\ \frac{\partial E(C_0)}{\partial FIN} &= (1-h)(1-d) \left[ \frac{\partial p}{\partial FIN} \right] < 0 \\ \frac{\partial E(C_0)}{\partial \sigma_Y} &= (1-h)(1-d) \left[ \frac{\partial p}{\partial \sigma_Y} \right] > 0 \\ \frac{\partial E(C_0)}{\partial \bar{Y}} &= (1-h)(1-d) \left[ \frac{\partial p}{\partial \bar{Y}} \right] < 0 \end{aligned}$$

そして、

$$\begin{aligned} \frac{\partial V(C_0)}{\partial DEBT} &= [(1-h)(1-d)]^2 [1-2p] \\ &\quad \left[ \frac{\partial p}{\partial DS} \cdot \frac{\partial DS}{\partial DEBT} \right] \\ \frac{\partial V(C_0)}{\partial FIN} &= [(1-h)(1-d)]^2 [1-2p] \left[ \frac{\partial p}{\partial FIN} \right] \\ \frac{\partial V(C_0)}{\partial \sigma_Y} &= [(1-h)(1-d)]^2 [1-2p] \left[ \frac{\partial p}{\partial \sigma_Y} \right] \\ \frac{\partial V(C_0)}{\partial \bar{Y}} &= [(1-h)(1-d)]^2 [1-2p] \left[ \frac{\partial p}{\partial \bar{Y}} \right] \end{aligned}$$

ここで  $DEBT$  は期首の負債残高であり、

$$\frac{\partial DS}{\partial DEBT} > 0$$

を仮定する。もし耐久消費財の余剰無償販売の

確率が  $\frac{1}{2}$  以下であるならば<sup>31)</sup>、次の結果を得る。

$$\begin{aligned} \frac{\partial V(C_0)}{\partial DEBT} &> 0, & \frac{\partial V(C_0)}{\partial FIN} &< 0 \\ \frac{\partial V(C_0)}{\partial \sigma_Y} &> 0, & \frac{\partial V(C_0)}{\partial \bar{Y}} &< 0 \end{aligned}$$

ところで、Tobin-Markowitz 流の平均・分散アプローチによれば、低い機会費用の期待値と、低いその分散値は、共に、家計に対して耐久消費財の保有を望ましいものとして選好させる。したがって、上記の分析結果は次の結論を導く。すなわち、負債保有が少なければ、金融資産の保有が多ければ、所得変動が小さければ、そして期待所得が高ければ、耐久消費財はより望ましい資産となる。

この分析結果をもってして、Mishkin は次のような実証分析をおこなう。モデルの推定期間は、1954年第Ⅰ四半期から1972年第Ⅳ四半期までである。ただし、自動車産業のストライキ発生期間である1964年第Ⅳ四半期から1965年第Ⅱ四半期、及び1970年第Ⅳ四半期から1971年第Ⅱ四半期までは除いてある。数値はすべて一人当たり実質値で示されており、フローに関しては季節調整済の年率表示である。

さて、推定式の導出は次の通りである。はじめに、耐久消費財を消費サービスという収益を供与する一つの資産として考え、家計はそのストックのサービスから便益を得ていると想定する。家計は耐久消費財の適正ストックを決定するが、この適正ストック量が前述の分析に基づいて定式化される。次に、これにストック調整原理を適用して、耐久消費支出がモデル化される。こうして最終的に導かれた推定式とその推定結果は次の通りである。

$$\begin{aligned} EXP &= - .3378 & + .2693 Y_T \\ &(-2.45) & (3.89) \\ &+ (.4295 & - .4527 CAPC^D) Y_P \\ &(2.40) & (-2.41) \end{aligned}$$

31) Mishkin によれば、debt 及び financial asset に関する結果については、この条件は不要であると注記されている。

$$-.0014K_{-1} - .2167DEBT$$

$$(-.01) \quad (-4.63)$$

$$+.0453FIN + .5527u_{-1}$$

$$(4.08)$$

$$R^2 = .9932, DW = 1.90, SE = .007529$$

ここで  $EXP$  は実質一人当り耐久消費支出 (年率),  $Y_P$  は実質一人当り期待平均 (恒常) 所得,  $DEBT$  は家計の実質一人当り負債残高 (各四半期首),  $FIN$  は家計の実質一人当り粗金融資産残高 (各四半期首),  $Y_T$  は実質一人当り変動所得,  $K_{-1}$  は前期末の実質一人当り耐久財ストック,  $CAPC$  は耐久消費資本の使用者レンタル費用である。推定方法は instrument variable technique を使用している。 $u_{-1}$  の係数は一次の系列相関係数である。結果は良好であることが容易に見て取れる。

Mishkin はこの推定結果を、金融資産と負債の項目を含まない標準的な耐久消費財のストック調整原理モデルの回帰分析結果と比較している。それによれば、金融資産と負債の項目を含んだ推定式の方が、フィットが良く、自己相関係数も相当小さい。しかも標準的回帰式では、 $Y_T$  及び  $Y_P$  の係数が統計的に有意では無い。そして調整スピードがあまりにも低く示される。次に彼は、耐久消費財を自動車及びその関連財とそれ以外の財とに区分して、それぞれに推定を試みている。その結果は両者共に良好であった。ここで特に興味深いのは、自動車の回帰式における金融資産や負債の係数の推定値が自動車以外の回帰式におけるそれらの係数の推定値よりも大きいという結果が示されていることである。いずれにしても、これらの結果をもってして、Mishkin は家計のバランス・シートの構成が支出決定にとって不可欠な要因であると結論づけている。

## 6. おわりに

以上でわれわれは、ケインズの投資理論が流動性といかに深い関係を保ちながら展開されて

いるかを知る。それは、第一に、資産価値を評価する上で、したがって企業価値をそのバランス・シートに基づいて評価する上でも、各資産及び負債が生む収益とか費用とかいう属性のみならず、流動性プレミアムをも考慮に入れるべきであるということ。実物投資は、この流動性プレミアムをも考慮に入れた資本価値が投資コストを上回るときに実施されるべきであり、流動性プレミアムを考慮に入れない純収益を投資費用と比較するだけでは不十分である。この視点は1980年代の世界経済における開発途上国の対外債務の返済不履行問題に応用することができる。一般に古いタイプの対外債務問題が、借入国の資金運営の悪さ、すなわち、借款を生産的投資に使用しないことからくる資産不良化問題であるのに対して、80年代のそれは、将来の不確実性の高進によって生じた流動性不足問題であると考えることができる<sup>32)</sup>。国の経済価値を評価する上でも、そのバランス・シート上の各資産が生む収益性のみならず、それが保有する流動性の大きさにも依存する。

「貨幣経済は本質的に、将来に対する予想の変化が雇用の方向だけではなく、その量をも左右することのできる経済である。」<sup>33)</sup> 不確実な将来に向けた sequential な経済が貨幣経済の特質であり、そこでは、人びとの予想と流動性の概念が重要な役割をになう。流動性は、未知なる将来に対して選択肢の幅を制約することなく、経済主体に自由な意思決定を可能にする。他方、特定の目的のために設置される機械・工場等の資本設備は、将来の行動行程を大幅に制限する。したがって、将来の不確実性の度合が高まれば、人びとは流動性の高い資産を選好し、非流動的な資産である実物資本への投資を避けるであろう。この弱気は単なる利子率の低下だけでは解消されない程強力であるかもしれない。

32) この指摘、及び詳細については、吉富 [12] 第6章を参照せよ。

33) Keynes. [6], p. xxiii, 訳 p. xxii.

ところで、新古典派の投資理論では、資本資産に中古再販市場の存在を仮定することによって、ほぼ完全な流動性がそれに賦与されている。したがって、この意味において、将来の不確実性を斟酌すること無く、実物投資を行なうことができる。つまり、各経済主体のバランス・シートの構成が、流動性を通じて、実物投資を制約することはなくなる。この考察を昭和50年代の日本の住宅投資に適用すれば、次のような一つの提案が可能となる。つまり、住宅投資を促進するには、金利や税制上の優遇といった政策のみならず、中古住宅市場を育成・整備することによって、住宅投資実行家計を将来の流動性制約から解放することが必要である。さもなければ、現代のような不確実性の時代において、金利が少々低下した程度では、住宅投資の大幅な増大は望めないであろう。

さて、利子率の低下というシグナルが投資増加という結果を生むか否かは、企業のバランス・シートの構成内容、特に、その流動性ポジションに大きく依存するという分析結果と同様のことは、投資以外の経済活動にも適用される。市場で顕示される価格や所得の変動シグナルは、新古典派理論が想定するように強制的なものではない。その反応は、各経済主体のバランス・シートの構成内容、特に流動性ポジションの状態に大きく依存する形で各経済主体の意思決定に委ねられている。これは、所得というフロー変数と消費というフロー変数との間の関係を考察する場合にも当てはまる。昭和60年度の「国民生活白書」によれば、昭和59年度は所得が伸びたほどには、消費支出が増えないという事実を示し、その要因を探っている。白書は、その要因として、家計がその所得を貯蓄に振り向ける割合が大きくなり、その分だけ消費に回るゆとりが少なくなっていると見る。しかもその貯蓄増加は、生命保険料や住宅ローン返

済のように、契約に従って必ず支払わねばならない契約的・義務的貯蓄に過半を占められていると云う。つまり、家計のバランス・シート上における負債構造が消費支出を抑制しているのである。これはまさに、これまで本稿で分析してきた内容の適用例とみることができる。結局、われわれが経済の運行を見るには、その全体系を集約的に示す各部門の貸借対照表（ストック）と損益計算書・収支計算書（フロー）の両者を考察しなければならない。

#### 参 考 文 献

- [1] Barro, R. J., *Macroeconomics*, (John Wiley & Sons, 1984).
- [2] Hahn, F., *Money and Inflation*, (Basil Blackwell, 1982).
- [3] Hicks, J. R., "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation," *Econometrica* (April, 1937).
- [4] —, *The Crisis in Keynesian Economics*, (Basil Blackwell, 1974).
- [5] —, *Causality in Economics*, (Basil Blackwell, 1979).
- [6] Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VII) 塩野谷祐一訳『ケインズ全集 7, 雇用・利子および貨幣の一般理論』（東洋経済新報社, 1983）.
- [7] —, "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics* (February, 1937).
- [8] Mishkin, F. S., "Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy," *The American Economic Review* (September, 1976).
- [9] Minsky, H. P., *John Maynard Keynes*, (Columbia University Press, 1975).
- [10] Modigliani, F. and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, (June, 1958).
- [11] Tobin, J., "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," *Review of Economic Studies* (February, 1958).
- [12] 吉富勝, 『レーガン政策下の日本経済』（東洋経済新報社, 1984）.