

投機と投資

——『一般理論』第12章における記述に関する一考察——

北川和彦

- 1) はじめに
- 2) セー法則批判の前提条件
- 3) 『一般理論』における投資決定
- 4) 投機と企業
- 5) 内生的貨幣供給論と流動性選好
- 6) 投資決定と資産構成
- 7) まとめに代えて

1) はじめに

1990年代の日本のバブルがはじけていくプロセスは、株価の崩落と実物需要の減退の同時進行であり、ケインズの『雇用・利子及び貨幣の一般理論』（以下『一般理論』）第12章における言及「投機が企業以上に優位を占める」¹⁾の現実例であるかのようにも見える。ケインズは、生産を伴わない売却益を目的とする資産の売買行為を「投機」と呼んでいる。「投機」の典型は資産の購入（流動性を手離し、流動性のより低い資産を取得する）と売却（資産を再び流動性に換える）による売買差益を目的とする行為である。「投資」は社会的需要を生み出すのに対して、「投機」という行動そのものは、直接的には社会的需要の増加を生み出さない。しかし『一般理論』第12章において社会的需要とは直接的には関係を持たないはずのこの「投機」の動向が社会的需要を動かす契機となりうることをケインズは示唆している。しかしこの「投機」と「投資」の関係についてのケインズの論述は、十全な形で双方向の因果を説明しているとは言い難い。この問題について十全な展開が、できなかった所以について考察したい。

『一般理論』における「投資決定論」には、二つの論旨が併存している。需給の不均衡が期待形成に影響を及ぼし、他の市場で更なる不均衡を生み出していき、社会的総体としては、セー法則が描いていた状況から遠ざかっていかざるをえないという不均衡の連鎖過程に関する論旨と、社会的需給構造に関する期待の状態を一定と置いた場合に到達するであろう均衡状態に

1) Keynes【1】pp. 158～159

関する論旨がそれである。本稿では、前者を「不均衡過程分析」、後者をあえて「均衡過程分析」と呼ぶことにしたい。時間の経過とともに、不均衡 期待の変化 更なる不均衡という過程を辿り、現実には後者の「均衡状態」に到達するということは一般的には無い。「均衡過程分析」は時間を止めて（社会的需給構造に対する期待の状態が不変であれば）という条件を設定した場合に抽象的レベルで考察しうる一種の「均衡状態」を論じている。

各市場において不均衡が存在した場合、価格調整を媒介とした均衡化作用が存在するが「古典派理論」²⁾においては、それは、同時にマクロ的には社会的需要の安定化に導くものとして捉えられているのに対して、『一般理論』において、個別経済主体の期待形成を媒介として不均衡は更なる不均衡をもたらす社会全体の需要の不安定化をもたらすものとして捉えられている。ここでは、需要の変動性をもたらす主因はあくまで「期待の変化」である。この「不均衡過程分析」こそがケインズ『一般理論』の本旨であるという理解は近年のポスト・ケインズ派の議論の方向性に沿うものであると考える。

流動性選好関数と外生的貨幣供給による利率決定論（いわゆる「利率決定論としての流動性選好理論」）は信用貨幣制度のもとにおける需要の変動性・不安定性を論じるには、大きな限界を有しており、ケインズ理論の本旨に合うものとして「内生的貨幣供給論」がポスト・ケインズ派における支配的見解となるに至ったと考えられる。

本稿では、「内生的貨幣供給論」に対応した「流動性選好」概念、および「投資の決定要因」についての捉えなおしに関して考察を試みたい。

この捉えなおしは同時にケインズが言及した「投機が企業を支配する」という因果の方向を論じることを可能にすることを示すことにもなるであろう。

2) セー法則批判の前提条件

『一般理論』のセー法則批判は、「貯蓄」概念に関する批判から始められる。

「古典派経済理論」では貯蓄の保有形態を「利子がつく形態」（＝債券）と前提したのに対してケインズは貯蓄の保有形態として「利子がつく形態」以外に「利子がつかない形態」＝貨幣（流動性）の可能性を指摘した。すなわち「古典派」の貯蓄形態＝[債券]という前提を[債券 or 貨幣]に置き換えることによってセー法則が成立しないことを示したのである。

この貨幣保有需要の中でも「投機的動機にともなう流動性選好」はとりわけ重要な位置づけが与えられている。「将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得よう

2) ケインズは「J・S・ミル、マーシャル、エッジワースおよびビグー教授を含めたりカードの追隨者たち、すなわちリカード経済学の理論を採用した人たち」を「古典派理論」の中を含めるとしている。(Keynes【1】p.3 参照) 本稿でもケインズの用語法に従い「セー法則」を基盤とする経済理論を「古典派理論」あるいは「古典派経済学」と呼ぶことにする。

とする目的」³⁾をもって行う貨幣保有需要である。

「債権 (debts) と交換に特定期間手離す対価」は「利子」と捉えうるので、 $\text{利子率} = \text{債券利回り} = \text{利子} / \text{債券価格}$ という関係を表現している⁴⁾。このことから債券価格と利子率は利子が確定利子であれば、利子率が決まれば債券価格も決定されるという関係、利子率が低くなるにつれて決定される債券価格は高くなるという逆行関係が存在することになる。

したがってある利子率水準には絶えず、ある債券価格水準が対応していることになり一方が下落 (上昇) すれば、他方は上昇するという関係があることになる。ここでケインズは利子率の変動にともなう、債券価格に関する期待に着目する。順次、利子率が低下していく (順次、債券価格が上昇していく) 状況を想定すると、この状況のもとでは、将来、債券価格の上昇を「期待」する層 (強気筋) が次第に債券価格の低落を予想する層 (弱気筋) に置き換えられる。このことは債券を売却して貨幣で保有しようとする「投機的動機にともなう流動性選好」が利子率の低下にともなって増大することを意味する。これが、流動性選好関数の形状 (利子率の減少関数) を決定づけている⁵⁾。

貯蓄の全てが債券需要となるのではなく、その一部が貨幣保有需要 (流動性選好) となって現れるということは、債券市場においてそれに対応して債券需要が小になるわけであるから、「流動性選好が存在しない」と想定した場合と比較すると、債券利回り (あるいは利子率) は「低下しない」ということになる。このことはセー法則を破壊する。なぜならセー法則は財市場において供給超過が存在したとき、それが貯蓄超過 利子率低下を通じて債券市場を媒介にして供給超過分に対応した実物財に対する需要増加 (投資需要増加 + 消費需要増加) となるという議論の構成になっていたからである⁶⁾。

ケインズは資産選択の対象として「株式」を念頭に置いていなかったわけではないが、利子率の予想に関わる資産選択の対象としては「貨幣」と「債券」に限定されている⁷⁾。

3) Keynes【1】p. 170

4) 「利子率は特定期間流動性を手離すことに対する報酬である。なぜなら利子率はそれ自身一定貨幣額と、その貨幣に対する支配力を債権 (debts) と交換に特定期間手離す対価として獲得される額との間の逆比率にほかならないからである。」Keynes【1】p. 167

5) 「利子率と債券価格とは、若干の人々の現金を保有しようとする欲求が投機的動機のために利用可能な現金量と正確に均等化する水準において決定されなければならない (若干の人々が現金を保有しようとするのは、彼らその水準においては債券の将来について「弱気」になっているからである)。かくして貨幣量が増加するたびに債券価格は上昇し、しかもその上昇は「強気」の人の期待を超え、現金と引き換えに彼の債券を売らせ、彼を弱気の仲間に加わせるのに十分なものでなければならぬ。」「貨幣量を利子率に関係づける流動性選好表は、貨幣量が増加するにつれて利子率が低下することを示す、なめらかな曲線によって与えられると想像することができる。」(Keynes【1】p. 171)

6) 川口【9】第5章 参照。

7) Keynes【1】p. 170 「将来の利子率が市場によって想定されている率よりも高くなると信ずる個人は、実際に流動的な現金を保有する理由をもち・・・」という箇所に対して「同じように、投資物

利子率と債券価格は、(逆行的関係で) 直接リンクしているから「流動性選好は利子率の減少関数」になりえた。選択対象となる資産が [債券 or 貨幣] であったから「流動性選好は利子率の減少関数」になりえたのである。選択肢を株式まで広げ [株式 or 債券 or 貨幣] という内容における資産選択における流動性選好の分析は、『一般理論』15章における「投機的動機」においては考察の対象とはなっていない。

ケインズが「投機的動機」の説明で資産選択の対象を「債券 or 貨幣」に絞った理由は「株式保有」はセー法則を批判するという点だけから言えば、不要ということであろう。「古典派経済学」の枠組みを出来るだけ修正することなく、最低限の前提の置き換えによってセー法則が成り立ちえないことを最も簡潔な形で示すことが、説得力を持ちうる論述の仕方だとケインズが考えたからではないだろうか。ケインズは「古典派」が考慮していなかった「流動性選好」= 貨幣保有需要を「古典派」の枠組みの中に投げ入れることによって、セー法則はただちに成立しえないことを示そうとしたのである。

後述の議論との関係で、『一般理論』において「古典派」の枠組みを引き継いでもう一つの点を指摘しておきたい。債券市場で調達した資金を企業はそのまま、投資資金として充用する、という点である。ケインズは、企業の保有資産に関しては選択肢の variance の可能性については触れていない。「古典派」の通常の議論では、債券市場で調達した資金は、そっくりそのまま実物資産の購入に充用され、企業の保有資産は [実物資産のみ] と想定されており、この想定をケインズは基本的には引き継いでいたと考えることができるであろう。ケインズが『一般理論』において想定している企業の保有資産はせいぜい [実物資産 or 貨幣] であって、他の株式等の金融資産は企業の保有資産としては想定されてはいない。

この「流動性選好」概念に基づく「セー法則批判」は、「古典派経済学」の土俵の上での批判である。「古典派経済学」がセー法則を展開する場合の柱——貯蓄は金融市場を媒介として投資資金として調達される。投資決定の主因は利子率。投資資金は債券市場から調達される。貨幣供給の外生性——を取り壊すことなく、これらの柱を残したままにしたとしても、流動性選好関数の導入によって、セー法則は成立しない! ということを論証しようとしたものであり、いわば、セー法則に対する内在的批判である。

「セー法則」を批判するに留まらず、「需要の変動・不安定性の論及」(以下では「需要の変

件の予想収益が市場の期待するものよりも低くなると信ずる個人は、流動的な現金を保有する十分な理由をもつと考えられるかもしれない。しかしそれは正しくない。彼は、株式の保有を選ばないで、現金が債券を保有する十分な理由をもってはいる。しかし、彼がさらに将来の利子率は市場の想像しているものよりも高くなると信じないかぎり、現金の保有よりも債券の購入の方が選択されるであろう。」という注を付している。ケインズが資産選択の選択肢としては [株式 or 債券 or 貨幣] を念頭に置いていたが利子率の予想に関わる資産選択の対象としては [債券 or 貨幣] であると考えていたことがこの注によって示されている。

動理論)に『一般理論』の主旨を見るということであるならば、とりわけ上記の柱の 1 の点はケインズ『一般理論』の主旨と整合的とは言えない。債券市場の動向とは独立した形で投資需要の変動が生ずる可能性があるということになれば、(それ自体が、セー法則を成り立たせている理論構成の枠組みそのものを否定することになるわけであるが、)「流動性選好」がセー法則批判としてもつ意味も限定的なものにならざるをえない。

流動性選好関数と外生的貨幣供給による利子率決定論は、投資需要の持続的膨張過程・収縮過程を説明する議論としては難点を持っている。期待収益の変動による投資需要の変動があったときに、貨幣供給量がそれに対応して動くか、流動性選好関数が同時に動くということがない限り、利子率は投資需要を安定化させる方向に動くことになるからである。⁸⁾

『一般理論』第17章においては資産の中で「貨幣」のもつ特殊性に言及する。「異なった種類の資産が異なった程度において保有する三つの属性(それ自身によって測られた収益 q 、持越費用 c 、「処分する力によって与えられる潜在的便益あるいは安全性のために人々が喜んで支払おうとする額」である「流動性打歩 l 」)が存在し、商品の自己利子率は $(q - c + l)$ で表現される。「貨幣と他のすべての(または大部分の)資産との相違は、貨幣の場合には、その流動性打歩がその持越費用をはるかに超過するのに、他の資産の場合には、その持越費用がその流動性打歩を遙かに超過するという点にある。」([1] p. 227) 貨幣以外の他の資産は生産されるにつれて、一般的には、 q が低下し、 c が増大するのに対して、貨幣の場合には流動性打歩 l は低下しない。したがって貨幣利子率は低下しない。資本の限界効率の下限である貨幣利子率が高止まりするために投資は拡大しない。「いってみれば月を欲するために失業が生ずるのである。」([1] p. 235)

この議論では「総需要に対する期待が不変」という前提条件のもとでの資産選択における「均衡過程」の議論を行っており、その結果として投資需要の決定にあたって利子率が規定的役割を演ずるといふ議論の構成になっている⁹⁾。

言い方を変えれば、次の様に言うこともできるであろう。流動性選好関数と外生的貨幣供給による利子率決定論および、それに基づくセー法則批判の議論は、「均衡過程分析」の枠内での議論であると。

8) 「資本の限界効率の崩壊に伴う狼狽と将来についての不確実性は、当然に流動性選好の急激な増大を促す。そのため利子率の上昇が起こる。このように、資本の限界効率の崩壊が利子率の上昇と結びつく傾向があるという事実は、投資の低下を著しく深刻なものにすることがある。」(Keynes【1】 p. 316) ケインズは資本の限界効率の崩壊後に引き起こされる「流動性選好関数のシフト」によって持続的過程を説明している。

9) ミンスキーの以下の指摘を参照。「ケインズがこのようなモデルを選んだために、彼にとっては常に資金貸付の一属性に過ぎない利子率が、モデルの中核として不当に強調されることになってしまったし、資本の限界効率表は古典派経済学者たちが用いた右下がりの投資曲線と本質的に異なるのだという主張が安易に受け入れられることになってしまったのである。」(Minsky【4】 p. 99)

いずれにしても第13章でケインズが述べている「流動性選好」概念は、そのままの形では、セー法則に対置する「需要変動の理論」の核心を構成する概念とは言えない。

3) 『一般理論』における投資決定

後述の議論との関わりで『一般理論』における「投資決定」を要約しておこう。

『一般理論』において投資決定のプロセスについて以下のように2段階に分けて議論されている。

資本資産の供給価格とそれがもたらす期待収益を等しくさせる割引率は、「資本の限界効率」と呼ばれる¹⁰⁾。購入の対象となっている追加的資産に関する限界期待利潤率と考えることができるであろう。

資本資産の供給価格を P_s 、資本の限界効率を m 、 k 期末の期待収益を Q_k ($k = 1, 2, \dots, n$) とすれば

$$P_s = \sum_{k=1}^n \frac{Q_k}{(1+m)^k}$$

次に資本資産の需要価格 P_d を算定する。期待収益の系列 Q_k を利子率 i で割り引いた値、すなわち

$$P_d = \sum_{k=1}^n \frac{Q_k}{(1+i)^k}$$

という式によって算出された P_d がそれである¹¹⁾。

この式からわかるように『一般理論』で想定されている保有資産の条件のもとでは、「利子率は資本の限界効率の下限値」（資本の限界効率 > 利子率）と「資本資産の需要価格は供給価格の上限値」（資本資産の供給価格 < 資本資産の需要価格）とは同値である。しかし二つの不等式が表現する意味は異なる。[資本の限界効率 > 利子率] は追加的資産に関わる予想利潤の増分がそれに対応する資金コストの増分を上回るとい意味での「純益の増分」が存在するという意味である。他方追加的資産に対応する（供給価格 < 需要価格）の「需要価格」とは追加的資本資産の期待収益を負債の元利返済額合計に每期充当した場合の負債の元本価値を意味しており¹²⁾、この式は、追加的資産の提示価格（供給価格）がこの需要価格以下であれば、その

10) ケインズの表現によれば「資本の限界効率とは、資本資産から存続期間を通じて得られると期待される収益によって与えられる年金の系列の現在価値を、その供給価格にちょうど等しくさせる割引率に相当するものであると定義する。」(Keynes【1】p. 135)

11) 「いま Q_k を r 時点における一資産からの予想収益とし、 d_r を現行利子率による r 年後の1ポンドの現在値とすれば、 $\sum Q_k d_r$ はその投資の需要価格である。」(Keynes【1】p. 137)

12) この不等式は負債を投資資金に充当した場合に、毎期の負債元利返済額に対して期待収益を充当し

差額分は追加的資産に対応する純収益の増分となることが予想されるということの意味している¹³⁾。

以上が第1段階の説明であり、第2段階は資本の限界効率率は投資規模の拡大とともに低下していく。(この理由は Keynes【1】 p.136参照)最終的に資本の限界効率率は利率と一致する(需要価格が供給価格に一致する)ところで期待収益と利子の差額である期待純収益は最大化され、投資規模は決定される。

ここでは「期待の変化」は2種類あることに留意する必要がある。1番目は資本の限界効率表に沿った「期待の変化」であり、2番目は資本の限界効率表そのものをシフトさせる「期待の変化」である。資本の限界効率表のシフトは社会的需給構造が変化すると期待される場合にもたらされる¹⁴⁾。

上述の第2段階での「期待の変化」は資本の限界効率表に沿った「資本の限界効率の低下」(それに対応する「期待の変化」)である。これは、社会的需給構造が不変という条件のもとでの当該企業の「期待の変化」を意味していることになる。

投資決定に関する『一般理論』における説明の第2段階の結論は均衡過程分析によってもたらされたものである。均衡過程分析か否かの分岐点は期待の改定がどの時点で行われるかという点である。

投資対象となる追加的資産の購入の可否を順次決定する際に期待純益の最大化が達成されるに至るまでは社会的需給構造に対する期待が不変であると想定する場合には、「資本の限界効率率 = 利率」は達成されると考えることができるであろう。『一般理論』の第11章におけるこの記述は、社会的需給構造に関する期待は不変であるという想定が置かれていることになる。

しかしもし「企業は投資を決定する際に期待を改定する」という前提に立ち、「投資決定時点以前の需要に関する期待」の変化(投資の変化 総需要の変化)という結果が当該時点以降の投資決定の際の期待形成に反映するという前提に立つならば、どうであろうか。資本の限界効率率 = 利率(あるいは需要価格 = 供給価格)に到達する以前に上記2番目の意味での「期待の変化」が生じ、ケインズの言う「資本の限界効率率表」そのものがシフトしてしまうことになるのではないか¹⁵⁾。

でも残余が発生しうることを意味する。

- 13) ミンスキーは需要価格と供給価格の比較の方が利率と資本の限界効率率との比較よりも適切であることを指摘している。その理由として、需要価格と供給価格の比較は、「 Q の系列を陰に隠してしまうことがない。割引率を明示的に考察できる。流動性に対する評価が違っているので、その割引率と確実な貸付の市場利率との比率は様々な値をとるのである。」という点を挙げている。Minsky【4】 pp.100~101
- 14) 『一般理論』においては資本の限界効率率表がシフトする例として、(物価上昇(貨幣価値の変化)期待)、(利率低落の期待(利率低落後に製造される資本設備との競争を強いられることの予想)が挙げられている。(Keynes【1】 pp.142~143)
- 15) Keynes 自身も継起的な期待の重なりによって現実の需要変動は引き起こされていくことは認識し

この後者の前提に立てば、第11章での「資本の限界効率と利子率の交点で投資が決定される」「需要価格 = 供給価格が成立したところで投資が決定される」という結論は、成り立たない。この結論は、(社会的需給構造に対する期待不変) という条件のもとでのみ成り立つ命題であり、投資決定の際にこれに関する期待が改定されるという前提のもとでは、成立しないということになる。本稿ではこの後者の前提に立って考察を進めることにする。

ケインズの投資の決定要因を考慮する際に、「追加的資産」と「総資産」とはどのような関係にあったかを確認しておくことは意味があるであろう。ケインズの需要価格(購入対象となっている追加的資産の期待収益を利子率で割り引いた値)と供給価格とが等しくなるということ、あるいは資本の限界効率と利子率が等しくなるということは、期待収益から借入元利を差し引いた「純収益」が最大となるということが期待されている投資水準である。ある水準の「資本の限界効率」、あるいは「追加的資産の期待収益」に言及しているときにはそれに対応した総資産がもたらすであろう期待収益総額を暗黙のうちに想定している。このように「追加的資産」と「総資産の期待収益」の対応を想定できたのは、(企業の保有資産 = 「実物資産」) という前提に由来していると考えられるであろう。

4) 投機と企業

株式価格の動向と投資の問題との関わりについてケインズは、『一般理論』「第12章長期期待の状態」においてこの「投機」を「投資」と区別し、後者と「投機」の関係について「企業が投機の渦巻のなかの泡沫となる」¹⁶⁾可能性を示唆する。

ていることは第5章の以下の叙述によって示されているが第11章の投資決定の叙述には反映されていない。

「一般に、期待(短期のものであろうと長期のものであろうと)の変化はかなり長い期間にわたって初めて完全な効果を雇用に対して及ぼすものである。」(Keynes【1】p. 47)

「もしある期待の状態が十分長く継続して、雇用に及ぼす効果が完全に——その新しい期待の状態にがつねに存在していたならば起こりえなかったような雇用が大雑把に言って、まったく存在しえなほど完全に——作用しつくす場合を想像するならば、そのようにして達成された恒常的な雇用水準を、その期待の状態に対応する長期雇用量と呼ぶことができよう。そうすると、期待は非常にしばしば変動するものであるから、現実の雇用水準は現在の期待の状態に対応する長期雇用量に到達するだけの時間的余裕をもっていないけれども、それにもかかわらず、あらゆる期待の状態はそれぞれに対応する確定的な長期雇用水準をもつのである。Keynes【1】p. 48)「上述したような、新しい長期状態に向かう中断されない移行過程は、細部についていっそう複雑にすることができる。しかし、事態の現実の過程ははるかにいっそう複雑なものである。なぜなら、期待の状態はたえず変化しがちであって、先の変化が完全に作用し尽くすはるか以前に、新しい期待がその上に重ね合わされるからである。したがって、任意の時点における経済機構は、過去の様々な期待の状態に基づく数多くの重なり合った活動によって満たされている。」(Keynes【1】p. 50)

16) Keynes【1】pp. 158~159

しかし、企業の期待収益と直接関りのない株式価格の突然の下落がどのようなプロセスを通じて企業の投資決定に影響を及ぼすかについては、『一般理論』において、十分な説明がなされているとは言い難い。

「株式取引所の日々の再評価は、主として旧投資物件を一個人から他の個人へ移転することを容易にするために行われるものであるが、不可避免的に今期の投資額に決定的な影響を及ぼす。なぜなら、現存の同種企業を買い取ることができるのに、それよりも多額の費用を払って新企業を起こすことは無意味であるし、他方、もし株式取引所において新計画の株式を売却し、即時的利益を得ることができるなら、その計画に莫大と思われるような金額を支出する誘因も存在するからである。」¹⁷⁾ (Keynes【1】 p. 151)

この文章は株式市場の価格変動と投資の変動の関係を説明した数少ない箇所の一つと言えるであろう。これはいわゆる Tobin の Q 理論の着想をもたらしたものである¹⁸⁾。

株価の騰貴（下落）が投資増加（減退）をもたらすためには、企業が購入対象とする実物資産の需要価格を引き上げる（引き下げる）作用力が働くことが言えなければならない。

投資の判断を担っている企業の場合、ケインズの表現を使えば投資を増加させるための条件は追加的実物資産に関して [実物資産供給価格 < 実物資産需要価格] であった。他方で株価が上昇するという条件——株式市場参加者の株式購入を増やそう（減らそう）とする条件——は株式市場において [株式市場価格 < 株式需要価格] である。

株式の需要価格 V は資金調達コスト（率）を r とすれば [期待配当 d と将来の t 時点における売却予想価格 P_t を資金調達コストで割り引いた現在価値

$$V = \sum_{k=1}^t \frac{d_k}{(1+r)^k} + \frac{P_t}{(1+r)^k}$$

として表現できるであろう。もし P_t が $(t+1)$ 期以降の期待配当によって決まってくるの

であれば、 $V = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{d_k}{(1+r)^k}$ となり、企業の期待収益と配当の間に対応関係があることを前

提すれば、株価の変化はもっぱら企業の期待収益の変化によってもたらされることになる。しかし現実には、 P_t は $(t+1)$ 期以降の期待配当だけによって決まってくるわけではない。

17) さらにここに注が付されており、この注では「私は『貨幣論』において、ある会社の株式が極めて高く評価され、そのために会社がより多くの株式を有利な条件で発行することによってより多くの資本を調達できる場合には、低い利率で借入れをすることができるのと同じ効果をもつことを指摘した。いまや私はこれを次のように叙述したい。すなわち、現存株式に対する高い相場はそれに対応する種類の資本の限界効率の上昇を意味し、したがって利率の低下と同じ効果をもつ（なぜなら、投資は資本の限界効率と利率との比較に依存するから）、と。」「資本の限界効率の上昇」は「期待収益の上昇」によってもたらされたものであろうから、ケインズは「株式価格の上昇」は「企業の期待収益の上昇」に直結すると考えていることを示している。

18) Tobin【7】6.1.2 p. 148参照

企業の期待収益とは、とりあえずは無関係な需給関係（玄人筋の売買行動等を含む）の変化によって P_t は変化し、それによって現時点での株式需要価格 V は変化する。さしあたっては株価の上昇予想（下降予想）が株式需要価格を引き上げ（引き下げ）、株式を購入（売却）させる。株価を変動させるルートとして、期待収益の変化 期待配当の変化 株価の変化というルート以外に、需給関係の変化 株価の変化というルートが存在するのである。『一般理論』第12章でケインズが述べている「玄人筋」による売買行動等によってもたらされる株式価格の変動はこのことを示している。

配当が期待収益にリンクしており、[実物市場の期待収益の変化 株式市場の価格変化] という因果の方向性に関しては万人の認めるところであろうが、問題は、[株式市場の価格変動 実物市場] の因果の方向性を論じることである。

「実物市場における期待収益を株価は反映する」ということから「実物資産需要価格」と「株式需要価格」を等置（あるいは対応関係があると）して [実物資産供給額 < 実物資産需要価格] の右辺を「株式需要価格」に置き換えること¹⁹⁾ は後者の因果の方向性を不問に付すことである。

ケインズは、上記の『一般理論』の引用文によって、実物市場の企業の抱く期待収益と株式市場参加者の期待収益とは必ずしも対応していないこと、企業の期待収益の変化とは独立の株式市場独自の需給関係の変化による株式需要価格の変化が存在することを示唆しているが、株式市場独自の需給関係によって起こりうる株式市場の需要価格の変化が実物市場の需要価格の変化に及ぼす因果の方向性を説明しているとは言い難い。

株価の変動が実物資産の需要価格に影響を及ぼす過程に関するミンスキー【2】【3】の以下の説明は「債務に関するコミット」を媒介項として置いているところに特徴がある。

株価上昇（低下）が「不確実性」の減少（増大）と認識されるに至ると実物資本資産に対する貨幣資産の相対的価値を変化させる²⁰⁾。さらにそれは資金返済契約評価額の企業の市場価値に対する比率を変化させ、債務に対するコミットを変化させる。不確実性の減少は「資金返済契約 c の企業の市場価値に対する比率が低下したこと——を意味する。銀行家や他の貸し手の目から見ると、市場評価のそのような上昇によって企業家は更に負債を発行し、 c を支払う債務にコミットできることになる。²¹⁾

19) トーピンは資本の粗限界生産物が一定という条件のもとでは q （市場価値 / 再取得費用）は資本の限界効率と割引率（将来所得を割り引くのに用いられる利子率）の関数として表され、資本の限界効率 $>$ 割引率（利子率） $q > 1$ であることを示している。これはこの企業の [供給価格 < 需要価格] と株式市場の [株式市場価格 < 株式需要価格] とが対応関係にあると Tobin が考えていることを示している。Tobin【7】pp. 150 ~ 151参照。

20) Minsky【4】pp. 102 103

21) Minsky【4】p. 90

ミンスキーの以上の見解は、株価の変動を「不確実性の状態の変化」として捉え、さらに「債務へのコミットの変化」と捉えている点が「実物市場における期待」を「株式市場における期待」に単に置き換える見解とは異なるが、「債務へのコミット」を変化させる「不確実性の変化」は実物市場の「期待の変化」への反映を暗黙裡に含んでいるように思われる。株価の下落によって直ちに「不確実性の低下」の認識が得られると考えることはできないのではないか。投資需要に何らかの影響が生じるという段階に至って「不確実性の状態の変化」は認識されるに至るのではないか。株価の変動を「債務へのコミットの変化」を引き起こす「期待収益の変動」に結びつけるには更に説明すべき媒介項が抜けているように思われる。

いま問題にしているのは、一方で追加的資産を購入しても当該資産に関する限り十分採算がとれる期待収益が見込まれるが、他方で需給関係によって株価が下落しているという状況が存在している場合である。このような状況が存在した場合にどのような因果の経路を通じて企業は追加的資産の購入を断念せざるをえないという状況に追い込まれる可能性があるか、ということである。株価の変動が直接、企業の期待収益に影響を及ぼす可能性を否定するものではない。しかし、因果の経路がこれだけであるということであれば、上記のようなケースに関しては説明不能ということになるのではないか。上記のケースは初発の時点では株価の変動は企業の実物資産の期待収益には影響与えないという状況を出発点として設定しているからである。株価が直接的に企業が投資を決定する際の期待収益に与えるという因果のルート以外に企業の投資決定に与える因果の経路を説明することが求められている。

5) 内生的貨幣供給論と流動性選好

貨幣供給が内生的であれば、基本的には貨幣供給の増大は貨幣需要の増大に対応するので、一定の条件が満たされている状況²²⁾のもとでは、利子率に影響を与えない。期待収益の増大は、投資需要を増大させ、借入需要の増加、貨幣供給量の増加というプロセスを辿るので、13章で議論された流動性選好関数と外生的貨幣供給量による利子率決定論は投資需要の変動が貨幣供給量の変動を規定する信用貨幣制度のもとでの枠組みとしては、意味を失うことになる。^{『一般理論』}第13章において [債券 or 貨幣] の選択肢という前提で「貨幣需要」として定義された「流動性選好」はより広い定義が求められることになる。同時に「流動性選好」=「貨幣保有需要あるいは貨幣需要」という定義はもはや採用されない。信用貨幣制度のもとでは「貨幣」が排除されるものではないが、支払手段として要求払い預金 demand deposit が主たる役割を果たすものと考えられるからである。

22) Wray【6】は銀行が貨幣需要に対して応じない場合あるいは供給が非弾力的な場合には利子率に影響を及ぼすことを示唆している (p. 157)。

本稿では、「流動性選好」を字義通り「資産をより高い流動性をもつ形態で保有しようとする欲求」と定義することにしたい。「内生的貨幣供給論」においては、この「流動性選好」と「貨幣需要」とは区別される。貨幣需要の増加と流動性選好の増加とは逆向きの結果をもたらす。貨幣需要の増大は借入れ需要の増大であり、貨幣供給量はこれに対応した要求払い預金 demand deposit の増大となって現れる。したがって貸借対照表（以下 B / S 勘定）の規模増加を表す。他方で流動性選好の増大は保有している資産をより高い流動性をもつ資産の保有形態に換えようとする欲求が強まることであり、一般的には、B / S 勘定の規模の縮小という結果となって現れるのである²³⁾。

以下では主に企業の「資産選択行動」を論じることにしたい。ケインズは13章において貯蓄の保有形態を問題にした際の貯蓄の主体は「資産保有者」と捉えることもできるであろう。「金利生活者の高利子率要求が経済を停滞させている」という点は歴史的脈絡の中で『一般理論』を捉える場合には重要な観点である。しかし本稿の課題に留意し、現代の信用貨幣制度のもとでさしあたって焦点を当てるべき資産選択行動の主体として「企業」に焦点を当てることにしたい。需要変動の起点は、企業による投資需要の決定であり、これと資産選択行動と結びつきを問うことによって「実物市場の不安定性」と「金融市場（株式市場を含む）の不安定性」の関係を論じることができるのではないかと考えるからである。

企業の B / S の借方に載る資産カタログの中でとりわけ重要な意味をもつものは、[実物資産、金融資産、流動性] である。特に金融資産の中には、株式が入っていることに留意する必要がある。企業はマクロ的には債務者と捉えることができるわけであり、「債券」よりもむしろ「株式」が選択の対象となる金融資産のウエイトとしては大となると考えることができるであろう。

企業の投資決定と企業が保有する資産選択とは切り離せないものであり、とりわけ企業が保有する株式価格の予想は投資決定と関わってくる。

6) 投資決定と資産構成

「投機が企業を支配する」可能性があることを論じるためには投機と投資の間に双方向の因果関係が言えなければならないはずである。[(実物資本の期待収益の変動) (株価の変動)] の因果の方向は前式を見ても明らかであるが、問題は逆の因果の方向 [(株価の変動) (投資の変動)] である。『一般理論』における投資の決定要因の中に少なくとも直接的には借入利子率以外の金融資産の価格変動に関わるものは入っていない。

企業の保有資産 = 実物資産という前提の代わりに、企業の保有資産の中に金融資産を入れて

23) Wray【6】pp. 288 ~ 289参照。

[実物資産 + 金融資産] という前提を置いた場合には [追加的実物資産価額の増額に対する期待収益の増加] と [総資産に対する期待収益の変動] は必ずしも対応してない。企業の保有する資産は『一般理論』の前提とは異なって実物資産だけではなく金融資産を含むものとなっているからである。総資産に対する期待収益は、資産構成の違いや金融資産の価格の変化によって、追加的資産に対する期待収益とは異なる値を取りうる。例えば追加的資産の増加によって期待収益の増加が見込まれたとしても、総資産のレベルでは総収益は減少するという予想が立てられる場合もありうるのである。

追加的実物資産の期待収益の変化と総資産の期待収益の変化が対応関係にないということであれば、もはや企業が追加的資産の購入の可否を決める判断の基準になるべきものは追加的資産の需要価格と供給価格の関係ではなくて、総資産の需要価格と総資産の供給価格の関係ではないだろうか。つまりそれは総資産がもたらす期待収益の流利と総資産の保有にとって要求される [調達資金の (元本 + 資金コスト)] の返済流利の比較である。

実物資産の購入の決定は B/S に記載される資産構成の決定と同時になされる。[自己資本 + 借入金] の [元本 + 資金コスト] の返済流利と借方に置かれている資産 [金融資産 + 実物資産] がもたらす期待収益流利とのバランスが実物資産の購入にあたってどのように変化するか考慮せざるをえないからである。

このバランスの最も簡潔な表現は [総資産の需要価格 / 総資産の市場評価額] であろう。

分子 (総資産の需要価格) は総資産の期待収益流利を総資産の資金調達コスト (率) で割り引いた現在価値であり、総資産の期待収益流利をすべて [自己資本 + 借入金] の元本 + 資金コストの返済流利に充当した場合の資金調達元金にあたる額である。これが分母 (総資産の市場評価額) を上回っていれば、前者 (期待収益の流利) が後者 (自己資本・借入金の元本 + 資金コストの返済流利) を上回ることを表現している²⁴⁾。

『一般理論』における追加的資産の「需要価格 = 供給価格」は期待純益最大化を達成する条件であったが「総資産の需要価格 = 市場評価額」という状況は 市場評価額が、当該資産の資金調達額に対応する元利返済流利の現在価値 (需要価格) に等しいという状況であり、期待純益が存在しない、という意味となる。期待純益が存在するための条件は (需要価格 > 市場評価

24) 資金コスト率: r , 期待収益率: m , k 期の資産市場評価額の減価償却額: I_k , k 期の資金調達元本額: V_k , 資金調達額に対する k 期の元利返済額: R_k , k 期の期待収益: Q_k とすると
 $V_k (1+r)^k = R_k$ $I_k (1+m)^k = Q_k$
 $m > r$ のとき $Q_k / I_k > R_k / V_k$
 $R_k = Q_k$ のとき V_k は「需要価格」と表現され、このとき $m > r$ $I_k < V_k$ となるが、もし資金調達元本額が資産の市場評価額と等しい ($V_k = I_k$) ならば $m > r$ $R_k < Q_k$ となる。すなわち需要価格が供給価格を上回るという条件 ($R_k = Q_k$ のとき $V_k > I_k$) は、資金調達額 = 資産の市場評価額とした場合の資金コストを期待収益がカバーすることを意味している。

額)ということになるであろう²⁵⁾。

したがって追加的資産購入にあたって考慮すべきは追加的資産購入前の(総資産需要価格/総資産市場価格)と購入後のそれであり、変化率が正であれば資産構成が改善したことを表している。追加的資産購入後のこの値が1より大であり、かつ変化率が正であれば一般的には追加的資産の購入(投資)が決定されるであろう。この値が1より小で変化率が負の場合には、いうまでもなく追加的資産の購入は断念され、更新投資も断念されることになるので、実物投資の絶対額は減少して行くことになる²⁶⁾。

この総資産需要価格において想定されている「期待収益」は企業が自ら保有する資産に対して抱く期待収益であって、株式市場参加者の「期待収益」とは異なることはいうまでもない。この「総資産の需要価格」を「株式の需要価格」に置き換えることはできない。

『一般理論』第12章の「投機と企業」に関わる叙述の中で見逃されてならない点は 株式市場の参加者が行う株式の購入の際の期待形成と企業経営者が行う実物資産の購入の際の期待形成とは異なる。にもかかわらず 株式価格の動向は企業の投資決定に影響を及ぼすこと。この示唆した点である。

上記のように [総資産の需要価格/総資産の市場価格] の動きが資産構成の推移を決めるものと考えたとすると、この式から、需給関係の変化のみによって引き起こされた株価変動が投資決定(追加的実物資産の購入決定)に与える影響について二つのルートを読み取ることができるであろう。

第一のルートは期待収益の割引率である資金調達コスト率(資金コスト(率))への影響である。

時価発行増資を念頭に置けば理解が得られるであろう。いま投資対象となる資産価格が与えられて、その購入資金に対応する額を時価で株式発行したとしよう。このとき資金調達額が新株発行額に対応しているはずである。自己資本コスト(率)の分母は資金調達額、分子は資金調達コスト=期待配当+として規定される²⁷⁾。は、配当以外に株主の要求する社会的平均的な値である。株価の上昇期待が支配するところでは、も上昇すると言えるであろうが、株

25) 期待純益が存在するための条件を表現する不等式の「市場評価額」のところに「取得時の資産価格」を代入した式は《現時点での資産がもたらす期待収益》が《取得時の資産価格に対応する資金調達額の元利返済額》をカバーする条件ということになるであろう。市場価格が上昇する局面では一般に期待収益は上昇し、それに対応して需要価格も上昇する。景気上昇局面では市場価格の上昇を需要価格の上昇が凌駕する局面と言えるであろう。

26) この値が1より小であるが変化率が正の場合、あるいはこの値が1より大であるが変化率が負の場合には、これだけの基準では追加的資産の購入の可否は決定できずに、追加的な判断材料(例えばこの値が1に到達するまでの時間の長さに関わる期待等)が求められることになるであろう。

27) 分母の第2項の に関しては、株主が要求する期待株価上昇分あるいはリスクの対応額等、議論のあるところであろうが、ここでは、この問題には立ち入らない。

価の変動率と分子の自己資本コストの変動率は必ずしも一致しない。株価に対して配当等の資金コストが粘着的であれば、株価上昇過程では分母の上昇率が分子のそれより大であり、株価下落過程では分母の下落率が分子のそれよりも大であるので、株価上昇（下落）過程は個別企業の資金コスト率を低下（上昇）させる。配当等の資金コストの変動の粘着性が大きい（期待収益の変動を反映しない）ほど、このことは、妥当する²⁸⁾。

実物資産の期待収益とはとりあえずは、無関係の需給関係によって変動した個別企業の株価の上昇（下落）は、配当等の自己資本コスト率の分子が不変または粘着的であれば、個別企業の自己資本コスト（率）を低下（上昇）させるものとなるであろう。更に負債額不変であれば、その限りで総資産の資金コスト（率）を低下させる方向に影響を及ぼしうる。

第二のルートは期待収益そのものの変動である。

ここで言う期待収益とは、企業が保有している資産全体の期待収益であって、必ずしも購入対象となる実物資産の稼働によって得られる期待収益だけを意味するものではない。保有株式等の金融資産から得られるであろう期待収益も含まれていることに留意が必要である。

このことは実物資産の期待収益が上昇基調にあったとしても企業が保有している資産の中に株式が含まれていて、株式価格が何らかの要因によって暴落したようなケースにおいては、期待収益の流列を下方にシフトさせることになる。追加的実物資産の購入の際の総資産の需要価格を押し下げる形で、影響を及ぼすことになる。

ケインズが17章で述べている「利率」が実物資産を保有する際の果たす役割の重さはここでは存在しない。利率の変動が総資産の需要価格に及ぼす影響は依然として存在するが、『一般理論』において考えられている投資需要の決定因よりもその影響の範囲は格段に狭められる。総資産の「期待収益の変化」が実物資産に対する投資を変動させる主因となるのである。

「流動性選好」は「貨幣保有需要」から切り離され、利率決定とは直接のリンクを持たなくなるが保有資産の期待収益の変化との関りで定義された「流動性選好」は依然として投資の不安定性を説明する際の不可欠の媒介項である。

7) まとめに代えて

『一般理論』第13章に見られる株式価格の変動が実物財への需要変動に影響を与えることを示唆する叙述は、不均衡過程分析の典型的事例であったはずである。

28) ケインズの『貨幣論』（【3】p.174）における記述「短期の貨幣利率が高い状況のもとで、投資が抑制されず「ある型の投資が緩和された条件が維持されていた」のは「普通株の価格がその配当率に比べて非常に高かったことが、株式会社組織の企業に対して、極端に低廉な資金調達の方法を提供したという事実に帰せられることになるであろう。」 - は、株価変動は資金コスト率を変動させることによって投資に影響を与えることを認識していることを示している。本稿注17も参照のこと。

『一般理論』では必ずしも「均衡過程分析」と「不均衡過程分析」の関係について整理がなされているとはいいがたく、後者の議論と前者の論旨との整合的な関係を読み取ることもできない。後者の議論は前者の論旨を際立たせる役割を果たしておらず、むしろ『一般理論』の「本旨」の展開に制約をかける役割を果たしている。

本稿では企業の実物資産の期待収益とは、とりあえず独立した需給関係によってだけ引き起こされる株価の変動が投資決定に対してどのような影響を及ぼすか、考察を試みた。

ケインズは、最小限の前提の置き換え（「貸付資金の需給による利率決定」から「流動性選好関数と外生的貨幣供給による利率決定」への置き換え）によって主に均衡過程分析に依拠して、セー法則の理論構成の誤りを示そうとしたために、株式等の金融資産の価格の変化が投資の決定に与える影響や作用力を十全な形では論ずることは出来なかった。

本稿では投資の決定主体である企業の資産保有と資金調達に着目して、保有資産の対象と資金調達の両方に「株式」が含まれていることを考慮に入れた場合、ケインズの『一般理論』における議論をどのように修正すれば、ケインズの言う「投機が企業を支配する」という因果の方向性を説明しうるのか、考察を試みた。その際基本的な拠り所は『一般理論』における「需要価格」概念によって示されている「保有資産がもたらす期待収益の流列」と「調達資金の元利返済流列」の比較である。

投資決定の規定因となる財務状況（期待収益の流列と資金調達コストの元利の返済流列の対比）の変化は、「総保有資産の需要価格 / 総保有資産の市場評価額」の増減で示すことができるのではないかと、という点が本試論の到達点である。

これは、追加的資産の購入を決定する際には、その追加的実物資産の期待収益の流列とその資金調達の元本・資金コスト返済の流列だけでなく、総資産の期待収益と既存保有資産に対応する元本・資金コスト返済の流列との関係の変化を考慮するということが、経営者の投資判断にとって不可欠であろうという考えから導き出された。これによって実物市場における企業の投資判断に伴う期待収益の変化と金融資産の価格変動のベクトルが逆向きであった場合、金融資産価格変動ベクトルが実物資産の期待収益のベクトルを凌駕する可能性があるということを示しうる。

残されている課題を整理しておきたい。

本稿では『一般理論』におけるセー法則批判は、均衡過程分析に依拠しており、不均衡過程分析としては十分な展開がなされていないことを言及した。均衡過程分析の一つの結論——[利率の高止まり]がセー法則批判の要諦である——は、とりわけ信用貨幣経済のもとにおける不均衡過程の論及と整合的とは言えない。しかし、このことは、均衡過程分析が不要であるということの意味するものではない。均衡過程分析と不均衡過程分析の関係、および両者の内容について本稿ではほとんど論及出来なかった。この点に関する展開は依然として残されている課題である。

本稿では、投資決定の条件は、当該企業の総保有資産の期待収益の流列とそれに対応する資金コストの支払い流列のバランスの改善であることを述べてきたが、「期待収益流列と資金コスト支払い流列のバランス」の内容に関する立ち入った議論に入ることはできなかった。例えば本稿では資金調達コスト（率）を借入金と自己資本（株式発行によって調達する資金）の資金コストの加重平均として、とりあえず把握したが、「負債」による資金調達と「株式発行」による資金調達とは性格が異なり、「選択可能な二者択一」なものとは論ずることはできないであろう。また金融資産の期待収益と実物資産の期待収益を同列に扱えるか否かについても議論がありうるであろう。これらの問題についても残されている課題である。

参考文献

- [1] J. M. Keynes *The Collected Works of John Maynard Keynes Vol. 7 The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, 1973. 塩野谷祐一訳『雇用・利子及び貨幣の一般理論』東洋経済新報社1995年。
- [2] J. M. Keynes *The Collected Works of John Maynard Keynes Vol. 5 A Treatise on Money Vol. 1 The Pure Theory of Money*, London: Macmillan, 1971. 小泉明・長沢惟恭訳『ケインズ全集第5巻 貨幣論 貨幣の純粋理論』東洋経済新報社1979年。
- [3] J. M. Keynes *The Collected Works of John Maynard Keynes Vol. 6 A Treatise on Money Vol. 2 The Applied Theory of Money*, London: Macmillan, 1971. 長沢惟恭訳『ケインズ全集第6巻 貨幣論 貨幣の応用理論』東洋経済新報社1980年。
- [4] Hyman P. Minsky *JOHN MAYNARD KEYNES*, Columbia University Press, 1975. 堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か - 市場経済の金融的不安定性 -』岩波書店1988年。
- [5] Hyman P. Minsky, *Can "It" happen again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Inc. 岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社1988年。
- [6] L. Randall Wray *MONEY and CREDIT in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar Publishing Company, 1990.
- [7] James Tobin (with the collaboration of Stephan S. Golub), *MONEY, CREDIT, AND CAPITAL*, The MacGraw-Hill Companies, Inc, 1998. 藪下史朗・大阿久博・蟻川靖浩訳『トービン金融論』東洋経済新報社2003年。
- [8] Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press 1988.
- [9] 川口弘『ケインズ一般理論の基礎』有斐閣1977年。
- [10] 内藤敦之「内生的貨幣供給と流動性選好：ポストケインジアンにおける論争」『一橋論

叢：第122巻第6号1999年12月。

【11】 渡辺良夫『内生の貨幣供給論』多賀出版1998年。