

書評

桐谷維著 『ポルトフォリオ・セレクション』

春秋社、一九六八年。

長谷田 彰彦

子についての分析の有力な武器となることが期待されているとき、われわれが本書を得たことはまことに好運といわねばならない。

二

いままで、ポルトフォリオ・セレクションについての総括的、体系的な書物がなかった理由は本書の第一章を占める理論形成の経過についての展開から憶測することができる。そこでは、ポルトフォリオ・セレクションの理論が、本来は危険を伴う不確実性の下にある経済行動の理論であることが述べられる。すなわち、この理論が金融資産に対する選好を分析の対象としているのは理論の展開における形式上の問題に過ぎないのである。即座の消費のための購入以外の経済行動はすべて不確実性の下におかれているのであるから、静学的な消費者行動の理論以外の経済行動についての理論はすべてポルトフォリオ・セレクションの理論に依存しなければならぬわけである。つまり、第一にこの理論は総括するにはあまりに包括的な形式をもつのである。

これは金融資産選択の理論に関するもっとも総括的な、そしてすぐれて体系的な書物である。ポルトフォリオ・セレクション、つまり、資産をもっているものが、その資産を現金、債券、株式などの各種の金融資産に分散して保有する経済行動についての経済分析は最近における理論経済学のもっとも活潑な研究分野の一つであるが、刻々発表されるといってよいほどのおびただしいペーパーの数にもかかわらず、その具体的内容の、経済学一般の立場からの理解と評価についてはほとんど労力が割かれていかなかったといつてよい。著者もみずから邦語文献としての最初の紹介としての意義を認めているが、巻末の参考文献を一覧すればわかるように、世界的に見渡してもこの理論についての一巻をなした著作はまだみられないのである。いま、この理論が理論経済学のもっとも手強い対象である資本ないし利

とはいえ、危険を伴う不確実性の下における経済行動に関する分析は、伝統的には経済行動のなからとくにギャンブルだけを取上げてその対象としてきたのである。本来不確実性の下にあるほとんどすべての経済行動は、それが究も将来に対するゆるぎない予見の確実性に下に行なわれているかの如くに扱われてきた。さて、ギャンブルは確率事象であるから、不確実性

の下での経済行動は確率分布によって記述されることになった。それは特殊な経済行動の理論というよりは不確実性一般についての理論として歴史的に展開されたのである。ポートフォリオ・セレクションの理論が、この不確実性一般についての確率論的接近における特殊問題の分析として形成されてきたことが、この理論についての総括的理解を困難にできた第二の理由と思われる。すなわち、この理論の具体的内容は現在のところ、二、三のむしろ特殊な分析手法にすぎないということもできるのである。

ひとはなぜギャンブルをするのかということの問題にし、それを合理的な人間行動として解こうとする試みは、桐谷氏もとくに序文において指摘するように、一七世紀にまで遡る。しかしながら、これらの主として確率論的接近による努力にもかかわらず、近代経済学の限界効用理論による解答は否定的であった。たとえば、勝ち負け一対一の確率で一円を賭けるには、勝ちによって得る一円の効用が負けによって失う一円の効用より大きくなければならぬ。限界効用逓減の法則を信ずる限りこんなことはありえないからギャンブルは合理的な経済行動ではないとするのである。

しかし、ギャンブルは不合理な非経済的行動ときめつけるにはあまりにも合理的な形式をもっている。ギャンブルにおける合理的な選択は、ノイマン・モルゲンシュテルンの『ゲームの理論』における期待効用の極大化として確率分布論的に設定されたのである。ポートフォリオ・セレクションの理論の始祖的

業績とされるマルコヴィッツの著作は、各種金融資産に対する投資家の期待効用を決定する確率分布の二つのパラメーターを指定することから構築されている。つまり、ポートフォリオ・セレクションの理論はほとんどすべての経済行動を理解するために必要不可欠な理論となる形式的な可能性をほらみながら、なお、現在のところ、内容的にはギャンブルについての分析の一応用理論とみられるのである。

三

すでにみたように、ポートフォリオ・セレクションの理論が金融資産に対する経済主体の選好行為を分析の対象としていることは理論展開上の形式の問題に過ぎないのであるが、この理論の経済学一般における意義からいうと、これがまずこのような形式で展開されてきたことはかなり重要な意味もっている。すでにケインズはその『一般理論』において、貨幣について次のように述べている。『貨幣はその重要な属性において、なによりも、現在を未来につなぐ精巧な装置であって、貨幣タリムでなければ未来についての期待の変化が現在の経済活動に与える効果についてなにも論じることができない。……金や銀や法貨を撤廃しても、……耐久的な資産がなにか存在する限り、それは貨幣的屬性をもつことができるから、貨幣経済特有の問題は生じるのである。』と。ここで貨幣は金融資産一般と理解しなければならぬから、金融資産のすべてが現在を未来につなぐ装置をなしているのである。

金融資産の選択とはこの精巧な装置の運転に他ならない。これはケインズにおいては、いうまでもなく、流動性選好にもとづく貨幣と債権との間の選択であった。現在において未来の債権の価格は未知であるから、この選択は本来不確実性の下にある経済行動であるが、ケインズは各人がそれぞれ未来についての期待については確信をもっているように行動するとして、不確実性にわずらわされることなくその理論を構成している。すなわち、債権の価格の将来について強気のものには債権を保持し、弱気のもののみが貨幣を保持するという投機的動機による流動性選好によって、ある債権価格の水準、つまり、ある利子率の水準における貨幣と債権のそれぞれに対する社会全体についての需要量のパターンが定まるとするのである。

このケインズの流動性選好理論はかれのいう精巧な装置の機能の説明としては不十分であった。もしかれのいうように人々が金融資産の未来の価値について、強気なり弱気なりに確信を抱いているとするならば、強気のものには債権のみを、弱気のものには貨幣のみを保有しているはずである。しかしこれは明らかに事実と反する。人々は貨幣と各種の債権を一揃えにしてかれらのポートフォリオ（紙ばさみ）にしまっているのが常である。かれらがその資産を各種の形態で保持するのは決して趣味の問題ではなく、危険を分散させたいがためである。投資家はつねに未来について危険を感じているのであり、かれらの強気、弱気の判断は決して確信とはなり得ないのである。

現在を未来につなぐ経済行動はこのようにギャンブルの要素

を含んでいる。経済全体を通じて金融資産の蓄積は投資と貯蓄の結果なのであるから、巨視的にせよ微視的にせよ、経済体系全体の均衡を理解しようとするとき、われわれは危険を伴う不確実性の下における経済行動の合理性を解明しないわけにはゆかない。ポートフォリオ・セレクトションの理論が金融資産という現在を未来につなぐ装置を場として展開されてきたことは、この装置の精巧さが不確実性の下での経済行動の合理性にあることを示唆している。

実際、ケインズが想定したように、強気、弱気が確信されており、それによって経済行動が決定されるとすれば、確信が崩壊するたびに金融資産に対する需要の変動は激烈なものとなり、現在と未来との間の安定したつがなりを求めることは不可能とならう。一方、金融資産の選択を不確実性の下での合理的な経済行動とみて展開されたポートフォリオ・セレクトションの理論はその名に恥じずとにかく金融資産の選択については極めて現実と整合的な結論を示している。

四

この書物の特色の一つは、前提と公準から積上げられて結論に達する論理演算のよく整理された体系的提示である、第一章の前半で危険を伴う不確実性の下での経済行動がとくに金融資産選択の場において取上げられるという問題の所在が示されたあと、直ちに理論の本質的な基礎である期待効用仮説と、その実践的な手法としての、いわゆる2パラメター・アプローチと

よばれるEII V投資基準が解説される。第三章では貨幣を非危険資産と仮定して危険資産に混合し、第四章では借入れ、空売りを含めての一般化、第五章は比較静的分析、第六章はそれまでの期待効用仮説以外の仮説による資産選好理論の紹介となっており、巻末に懇切な数学付録ときわめて有用な文献紹介がある。

期待効用仮説とは人々が危険を伴う不確実性の下で行動するとき、効用の期待値を極大にするように選択を行なうとする論理仮説である。確実性の下においてはもちろん最高の序列の効用が選ばれるわけであるが、不確実性の下においては効用についてのそれぞれの予想のなから選択が行われる。不確実性の下に生じる現象を確率的事象とみれば、これについての予想とはその確率事象の従う確率分布関数の特性、たとえば平均とか分散についての各人の主観的な推測に他ならない。ある個人がある事象を選択するのはかれがその事象が従うと推測する確率分布をもっとも望ましいと判断するからであるとするのが期待効用仮説である。

ここで、ポルトフォリオ・セレクションの理論にとってきわめて重要なノイマン・モルゲンシュテルンの公準が説明される。これは先験的および経験的のこともらしく思われる人間行動として、各人はさまざまな確率分布、およびそれらのあらゆる組合せにそれぞれ効用の序列をつけることができるという基本の原理である。

そこでこの原理を認めた上で、期待効用仮説を真であると仮

定すれば、確率分布のいくつかの特性、たとえば平均と分散の値を与えて、それらの確率分布の効用の期待値を量的に表現する効用関数が存在するはずであるとして理論が構築されてゆく。EII V投資基準とはこの効用関数の形状を特定化する仮説である。個人がある確率事象を選択するという行動を、具体的に金融資産選択の場におけば、確率事象とは金融資産からの収穫の取得である。投資家は収穫が小さいよりは大きい方を選択することは明らかであるから、この確率分布の第一の積率である収穫の予想の平均値の大きい資産が選好されることは明らかである。次に投資家は危険の程度について重大な関心をもっているから、分布の第二の積率である分散が選好の不可欠の指標となるであろう。

そこで金融資産保有についての期待効用を表現する効用関数が存在するものとして、EII V基準に従い、これを収穫の平均と分散との関数として記述すると二次式となることが示され、投資家の選好を表わす収穫の平均と分散を両軸とする無差別図表が画かれる。

この無差別図表に、すべての投資可能な金融資産のあらゆる組合せによって提供される投資の予想収穫の平均と分散の座標群が重ねられる。投資家は危険を回避するものと仮定すれば、平均を犠牲にせずに分散を小さくできるような位置は有効でないから却下され、採用される組合せはフロンティアの軌跡として画かれる。このフロンティアの上にあつて同時に最高の無差別曲線上にある座標の示す組合せが最適ポルトフォリオとして

選ばれるのである。

五

桐谷氏もはじめに述べているように、本書はポルトフォリオ・セレクションの理論のうち、現在、体系的に定着したとみられる部分の整理と紹介であって、氏みずからも期待しているこの理論の経済学一般における可能性については残念ながら全くふれられていない。第一章のはじめに、後日の開発の指標として指摘されている事項も、資産選択についての技術的な問題に限られている。ただこのなかの貨幣価値の変動の取扱いは危険資産の定義にもかわり、理論の拡大にもつながらる問題を含んでいると思われる。

貨幣価値については本書では単純化のためにその変動はないものとして議論がすすめられ、貨幣は非危険資産として他の危険資産と対照的に取扱われる。しかし、もし、貨幣価値の変動を考慮に入れるならば、貨幣といえども危険資産となり、非危険資産は実は資産ということではできない即座の消費のための消費財だけとなる。このような消費を唯一の非危険資産としてポルトフォリオ・セレクションの理論に含み得るかどうかはこの理論の拡大にとって重要な意味があるであろう。第五章にとくに一節を設けてトービンの流動性選択に関する論文が紹介されていることからわかるように、ポルトフォリオ・セレクションの理

論はいまのところ貯蓄された資源の保有形態選好の理論である。まず消費の決意がなされ、しかるのちにとりおかれた資源の配分についての決意がなされると想定したときの、後段の決意に関する理論である。しかし、現在、資本、利子、貨幣の理論は金融資産を含む、利子率と物価水準との同時決定の一般交換体系の設定に向っている。ここでは上述の二つの決意は、当然、一段階で決定されねばならない。この一般交換体系にいかにかポルトフォリオ・セレクションの理論が組込まれるかは理論経済学の最も重要な課題となろう。

しかし、一般交換体系へのこの理論の適用に当っては、期待効用仮説の本質的な性格が問題となる。それはEIIVパラメターがともに個々の経済主体の予想する数値であって、市場において与えられる価格と同等ではないことである。桐谷氏も投資主体に与えられる情報が充分ではないことについて指摘しているが、主体均衡を超えて、市場均衡を問題とするとき、この予想値をパラメターとする接近はかなりドラスティックな限定を伴わねばなるまい。

いづれにせよ、ポルトフォリオ・セレクションの理論が一つの部分均衡論として完成された見事な論理体系であることには疑問の余地はない。これはわれわれが桐谷氏の著作によって極めて啓示的に確認させられるところである。

(東京学芸大学助教授)