

金融不安定性と有効需要

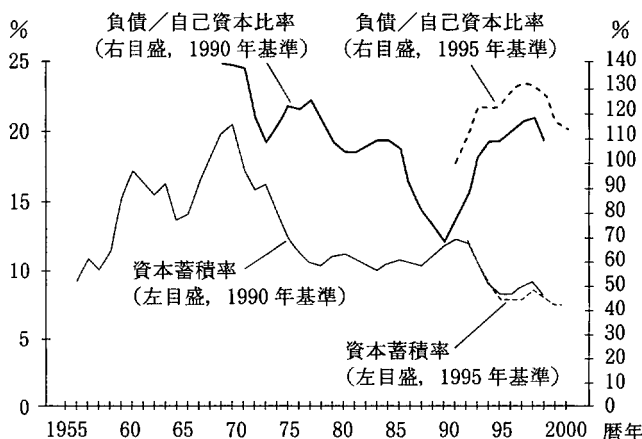
——「負債の逆説」の理論と実証——

石 倉 雅 男

第1節 問題の所在

2001年4月の「緊急経済対策」⁽¹⁾では、金融機関の不良債権・非金融部門の過剰債務の累積が日本経済の景気動向の脆弱性の背景にあると指摘され、金融機関による不良債権の直接償却（借り手企業の法的整理、貸出債権の売却、債権放棄）の推進を中心とする施策が打ち出された。しかし、不良債権の最終処理から引き起こされる失業者の急増への対策として「雇用の創出」や「雇用のセーフティネットの整備」が有効であるかどうかをめぐって、需要面よりも供給面が重視される傾向を強めつつ、議論は混迷したままである。1997-98年の金融危機以降において不良債権や過剰債務をめぐる議論がますます迷走しているが、その一因は、非金融部門の負債累増とマクロ経済の不安定性との関連が十分に吟味されていないことにある。ここでマクロ経済の不安定性とは、直感的に言えば、借り手企業による実物投資の削減、あるいは、貸し手の銀行による既存の貸出債権の回収をつうじて、借り手と貸し手が非金融部門の負債残高を削減しようとすればするほど、経済全体としての有効需要の縮小と利潤の実現条件の悪化を

第1図 負債／自己資本比率と資本蓄積率（1956-2000 暦年）



つうじて、結果的に非金融部門の負債比率（＝負債／総資産）のいっそうの上昇と資本蓄積のいっそうの減速を招く、という事態を指す。投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環は、まさしく「負債の逆説（paradox of debt）」⁽³⁾と呼ぶにふさわしい。

日本の国民経済計算によると、第1図のように、非金融法人企業の負債／自己資本比率は、1990年基準のデータでは、1984年末の108.6%から1989年末の67.8%へと低下したのちに、1989年末を底に1997年末の117.8%へと上昇し、1998年から再び低下に転じている。また、1995年基準のデータでは、非金融法人企業の負債／自己資本比率が1996年末から2000年末にかけて低下している。他方で、資本蓄積率（＝民間企業設備投資／資本ストック）は、1980年代後半に上昇するが、1990-94年には低下した。資本蓄積率はその後、1994-97年にわずかに上昇するが、1998年以降は再び低下に転じている。1984-89年末の株式を中心とする資産価格の急騰、および、1990年以降の資産価格の暴落がそれぞれ、負債／自己資本比率の低下と上昇に反映されている。1997-98年に負債／自己資本比

率が低下に転じた背景には、金融機関による貸出債権の回収や不良債権の直接償却の進展があると考えられる。1998年以降の負債レバレッジの下方調整とともなって現実資本の蓄積が回復するかどうか、現在の局面における最大の問題である。

負債レバレッジの下方調整と現実資本の蓄積および利潤実現の条件のあいだの関係を説明するためには、借り手企業と貸し手（銀行、債券保有者、あるいは金利生活者）のあいだで約定される負債比率の水準、および、有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）にしたがう資本蓄積率と負債比率の実現値を同時に分析しなければならない。借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率の高さと、有効需要制約にしたがう資本蓄積率と負債比率の実現値との関係が、問題の核心である。過剰生産能力と発達した信用制度が存在し、セー法則（Say's law）が成立しない世界において資本蓄積と所得分配を考察するポストケインズ派の分析枠組み⁽⁵⁾として、ローソンおよびマーグリン＝パドゥリのモデル⁽⁶⁾が代表的である。投資が実現利潤を決定する関係は銀行組織による信用創造に支えられているが、従来のモデルでは資本蓄積の金融的側面が明示的に考察されていなかった。しかし、近年になって、ポストケインズ派の資本蓄積モデルのなかに金融面を導入して、資本蓄積と所得分配をめぐる金利生活者（rentier）・産業資本家・労働者のあいだの利害対立、および、金融不安定性と有効需要との関係を扱う分析枠組みが、少数ながら提案されている。そのなかで注目したいのがマーク・ラヴォア（Marc Lavoie）の分析枠組み⁽⁷⁾であり、そこでは、従来のポストケインズ派の資本蓄積モデルのなかに負債比率と利子率が導入され、利子率の外生的変化にともなう資本蓄積率と負債比率の変化方向についての比較静学分析も行われている。ラヴォアの枠組みは、いくつかの点で拡充を必要とするけれども、金融不安定性と有効需要制約との相互関係にかかわる重要な論点を含んでいる。

本稿では、金融不安定性と有効需要との関連、とくに、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環——「負債の逆説」——について、次の順序で考察する。第2節では、負債比率と利子率を導入した有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）のもとで、利子率、利潤率および資本蓄積率のあいだの関係を考察する。第3節では、ラヴォアの分析枠組みにしたがって、借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率と、有効需要制約のもとでの負債比率・資本蓄積率の実現値との関係を考察する。とくに、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環が生じ、負債比率を引き下げようとする借り手と貸し手の意図に反して実際の負債比率が上昇する可能性のあることを示す。第4節では、日本の国民経済計算のデータを使って、負債比率の不安定性にかんする若干の実証分析を行い、投資の利子弾力性に依拠するラヴォアの「負債の逆説」モデルを実証的に吟味する。第5節では、上記の「負債の逆説」にかかわる論点を中心として、ミンスキーの金融不安定性仮説、および同仮説を応用した従来の諸研究の意義と問題点を明らかにする。第6節では、まとめと結論を示す。

第2節 負債比率と利子率を含む有効需要制約

金融不安定性と有効需要の関係を考察するための準備として、企業者利潤と利子への利潤の分割、および、負債による投資資金の調達を考慮に入れて、利潤の実現条件すなわち有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）を拡充しなければならない。最初に、ラヴォアによる「ミンスキー＝シュタインドルのモデル」⁽⁸⁾にもとづいて、負債比率と利子率を含む有効需要制約を組み立てよう。

債券の発行によって資金を調達して実物資産のみを保有する非金融企業

部門を考える。以下の議論では、債権者（貸し手）と債務者（借り手）をそれぞれ「債券保有者」,「借り手企業」で代表させる。借り手企業の貸借対照表は、資本ストック (K) = 負債 [発行済み債券残高] (L) + 自己資本 [発行済み株式 + 内部留保] (E) となる。債券保有者の正味資産は保有債券残高のみから成ると考える。借り手企業の負債比率 (l) を総資産（資本ストック）にたいする負債の割合、すなわち、 $l=L/K$ と定義する。債券利⁽¹⁰⁾子率を $100i\%$ とすれば、借り手企業の粗利潤 (Π) は債券保有者への利払い ($i \cdot L$) と企業者利潤 ($\Pi - i \cdot L$) に分割される。借り手企業の内部留保率を定数 $s_f (0 < s_f < 1)$ で表すと、企業者利潤は内部留保 $(\Pi - i \cdot L) \cdot s_f$ と株主への配当 $(\Pi - i \cdot L)(1 - s_f)$ から成る。ここで、株主の貯蓄率を定数 $s_s (0 < s_s < 1)$ 、債券保有者の貯蓄率を定数 $s_b (0 < s_b < 1)$ で表すと、経済全体の貯蓄 (S) は、

$$S = (\Pi - i \cdot L) \cdot s_f + (\Pi - i \cdot L)(1 - s_f) \cdot s_s + i \cdot L \cdot s_b \quad (1)$$

の右辺の各項、すなわち、借り手企業の内部留保、株主の貯蓄、債券保有者の貯蓄から成る。株主の貯蓄は新株購入に向けられると仮定する。また、債券保有者の貯蓄は債券の追加購入に向けられると仮定するので、債券保有者の貯蓄率 (s_b) は貸し手の債券保有意欲を意味する。貯蓄の相対的規模を $g^S = S/K$ 、利潤率を $r = \Pi/K$ と表し、(1) 式の両辺を資本ストック K で割ると、次の貯蓄関数が得られる。

$$g^S = [s_f + (1 - s_f) \cdot s_s] \cdot r + \{s_b - [s_f + (1 - s_f) \cdot s_s]\} \cdot i \cdot l \quad (2)$$

利潤率 (r) と資本ストックにたいする利払いの比率 ($i \cdot l$) の係数をそれぞれ s_n , s_l とおくと、貯蓄関数は次のように表される。

$$g^S = s_r \cdot r - s_l(i \cdot l), \quad s_r = s_f + (1 - s_f) \cdot s_s (> 0), \quad s_l = [s_f + (1 - s_f) \cdot s_s] - s_b \quad (3)$$

{内部留保率 (s_f) + [配当率 ($1 - s_f$) × 株主貯蓄率 (s_s)]} が債券保有者の貯蓄率 (s_b) よりも高い場合、 $s_l > 0$ となり、利子率 (i) の外生的上昇にとも

なって貯蓄の相対的規模 (g^s) は減少する。貯蓄の大きさは借り手企業、株主および債券保有者のそれぞれの貯蓄態度に左右される。

借り手企業の投資態度は次の投資関数で表現される。

$$g^I = \gamma + g_r \cdot r - g_l \cdot (i \cdot l), \quad \gamma > 0, \quad g_r > 0 \quad (4)$$

左辺の $g^I = I/K$ は資本ストック (K) にたいする投資 (I) の比率、すなわち資本蓄積率である。資本蓄積率は利潤率 (r) の増加関数と想定され、資本ストックにたいする利払いの比率 ($i \cdot l$) は借り手企業の「金融脆弱性」の指標⁽¹¹⁾と見なされる。 γ は「将来の販売高について予想される趨勢を反映するパラメータ」⁽¹²⁾である。また、負債比率と資本蓄積率との関連に議論の焦点をおくので、設備稼働率は内生変数に含まれていない。

(3) (4) 式により、有効需要制約 (貯蓄と投資の均等, $g^s = g^I = g$) にしたがう利潤率と資本蓄積率の均衡水準は、それぞれ次のようになる。

$$r^* = [\gamma + (s_l - g_l) \cdot i \cdot l] / (s_r - g_r), \quad g^* = [s_r \cdot \gamma + (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i \cdot l] / (s_r - g_r) \quad (5)$$

l と i を定数と見なすと、均衡点 (r^*, g^*) の安定条件は、 $r-g$ 平面で投資関数の傾きが貯蓄関数よりも緩やかであり、利潤率の変化にたいする投資の感应性が貯蓄のそれよりも小さいこと、すなわち、

$$s_r > g_r > 0 \quad (6)$$

⁽¹³⁾
である。

負債比率と利子率を含む有効需要制約 (5) および安定条件 (6) のもとで、利子率 (i) の外生的上昇にともなう利潤率 (r) と資本蓄積率 (g) の変化方向を調べることができる。 l を定数と見なして (5) 式の r, g を i で微分すると、

$$dr/di = (s_l - g_l) \cdot l / (s_r - g_r), \quad dg/di = (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot l / (s_r - g_r) \quad (7)$$

となる。条件 (6) のもとで (7) 式の符号を調べればわかるように、

$$s_l > g_l \cdot (s_r / g_r) \quad (8)$$

の場合に、 $dr/di > 0$ 、 $dg/di > 0$ 、つまり、利子率 (i) の外生的上昇にともな⁽¹⁴⁾って利潤率 (r) も資本蓄積率 (g) も上昇する。(3) 式での s_n s_l の定義からわかるように、利子率の外生的変化にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向は、借り手企業の行動にかんする係数 g_n g_b s_f だけでなく、債券保有者の貯蓄率 [すなわち、貸し手の債券保有意欲] (s_b) と株主の貯蓄率 (s_s) にも依存する。

利子率の外生的上昇にともな⁽¹⁵⁾って利潤率も資本蓄積率も上昇するのは、借り手企業の内部留保率 (s_f) が高く、債券保有者の貯蓄率 (s_b) が低く、しかも、負債比率の上昇にともなう金融脆弱性にたいする借り手企業の警戒感が比較的低い場合である。逆に、借り手企業の内部留保率 (s_f) が低く、貸し手の債券保有意欲 (s_b) が高く、しかも、金融脆弱性に直面した⁽¹⁶⁾借り手企業の投資行動がいっそう慎重になる結果として、条件 (8) とは逆の不等式 $s_l < g_l \cdot (s_f/g_r)$ が成立する場合には、利子率の外生的上昇にともな⁽¹⁷⁾って資本蓄積率と利潤率の両方が低下する場合もありうる。このように、利潤率・資本蓄積率と利子率のあいだの逆行関係が成立するか否かは、借り手企業の投資行動・配当政策だけでなく貸し手の債券保有意欲にも依存する。利潤率と利子率の関係という古くから議論されてきた問題の本質⁽¹⁸⁾は、資本蓄積の実物面と金融面の連関にはかならない。念のために言えば、総資本利潤率、企業者利潤率および負債比率のあいだの恒等的関係をどのように操作しようとも、資金の貸し手の資産選択、借り手企業の投資行動・利益処分などの経済主体の行動様式が考察されないかぎり、平均利潤の企業者利潤と利子への分割という問題にたいする経済学的な回答にはなりえない。利子率の外生的上昇にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向を決める条件 (8) は、次節で見るように、負債比率の安定性を吟味するときに重要な役割を演じる。

本節では、有効需要制約 (貯蓄と投資の均等条件) のなかに負債比率と

利子率を導入し、利子率の外生的変化にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向、および、その背景にある資金の借り手と貸し手の行動について考察した。

第3節 負債比率と資本蓄積率の決定機構

負債による資金調達を含む資本蓄積の正常な進行は、過去に約定された負債契約を履行するに足る十分な大きさの利潤が実現されるか否かにかかっている。実現利潤の決定要因にかんするカレッスキー (M. Kalecki) の視点から明らかにされるように、発達した信用制度を備え、生産能力と労働力人口の過剰を抱える経済においては、現在の実現利潤の大きさを決めるのは現在の投資である。資本家の蓄積需要は将来の実現利潤にかんする期待に依存すると考えられるので、結局、将来の実現利潤にかんする期待に左右される現在の投資の大きさが、現在の実現利潤を介して、過去に約定された負債契約が正常に履行されるか否かの鍵を握るのである。以上の論点は、ミンスキー (Hyman Minsky) の枠組みでは、投資が実現利潤を決定する関係をつうじた「企業負債の有効化 (the validation of business debts)⁽¹⁹⁾」という問題に該当する⁽²⁰⁾。そこで、前節の分析枠組みのなかでも、借り手企業と貸し手（債券保有者）のあいだで約定される負債比率が、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率と照応するか否かを検討しなければならない。本節では、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率の実現値と、借り手企業と貸し手（債券保有者）のあいだで約定される負債比率とを同時に扱う分析枠組みのなかで、利子率の外生的上昇にともなう負債比率と資本蓄積率の変化方向を考察し、負債比率の不安定性を引き起こす要因を理論的に明らかにする。利子率の外生的上昇が起きたときの負債比率の約定水準の変化方向、および、有効需要制約のもとで

資本蓄積率とともに決定される負債比率の実現値の変化方向、が問題の核心である。こうした観点から負債比率の安定性を吟味すると、借り手企業が負債比率を引き下げようとして投資支出と借入を削減すると、利潤の実現条件の悪化をつうじて、実際の負債比率がかえって上昇するという事態——「負債の逆説」——が起きるための条件が明らかになる。

有効需要制約（貯蓄と投資の均等、 $g^s = g^i = g$ ）にしたがう資本蓄積率（ g ）と負債比率（ l ）の関係は、(3) (4) (6) 式により、

$$g = s_r \cdot \gamma / (s_r - g_r) + [(s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i / (s_r - g_r)] \cdot l, \quad s_r > g_r > 0 \quad (9)$$

と表される。(9) 式を $l-g$ 平面に描いたものを有効需要 (ED) 曲線と呼ぶ。利子率 (i) を定数と見なして (9) 式を l で微分すると、 $dg/dl = (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i / (s_r - g_r)$ となる。(8) 式が満たされる [$s_l > g_l \cdot (s_r/g_r)$] 場合、 $dg/dl > 0$ であるから、利子率 (i) の外生的上昇にともなって ED 曲線は、点 $[0, s_r \cdot \gamma / (s_r - g_r)]$ を中心に上方に回転して、より急な右上がり曲線になる。(8) 式が満たされない [$s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)$] 場合には、その逆となる。

債券保有者の貯蓄率と (9) 式により、有効需要制約のもとでの負債比率 ($l = L/K$) の変化率を考察することができる。負債比率の変化率は、 $\dot{K} (=dK/dt) = I$ により、

$$\dot{l}/l = \dot{L}/L - \dot{K}/K = \dot{L}/L - g \quad (10)$$

と表される。債券保有者の貯蓄 ($i \cdot L \cdot s_b$) の全額が債券の購入に向けられると仮定すると、負債残高の変化率は、利子率 (i) と債券保有者の貯蓄率 (s_b) との積、

$$\dot{L}/L = i \cdot s_b \quad (11)$$

に等しい。(9)・(10)・(11) 式により、負債比率の変化率は、

$$\dot{l}/l = s_b \cdot i - [s_r \cdot \gamma + (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i \cdot l] / (s_r - g_r) \quad (12)$$

と表される。有効需要制約にしたがう負債比率の変化率は、借り手企業の投資行動・配当政策だけでなく、貸し手の債券保有意欲と株主の貯蓄率に

も依存する。

次に、借り手企業と貸し手（債券保有者）のあいだで約定される負債比率の水準について考察しよう。もっと具体的な分析枠組みであれば、実物投資とその資金調達をめぐる貸借対照表上の意思決定について何らかの仮説が導入されるであろう。しかしここでは、ラヴォアの枠組みにしたがって、上記の有効需要制約のもとで「⁽²¹⁾長期的に成立するであろう負債比率」とちょうど等しい水準に負債比率が約定され则认为よう。(12)式で変化率をゼロ ($\dot{l}/l=0$) とする l の水準を負債比率の「⁽²¹⁾長期的水準」(l^*) と定義すれば、

$$l^* = [s_b \cdot i \cdot (s_r - g_r) - s_r \cdot \gamma] / [(s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i] \quad (13)$$

⁽²²⁾となる。これを i について微分すると、

$$dl^*/di = (1/i^2) \cdot s_r \cdot \gamma / (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \quad (14)$$

となる。(8)式が満たされる場合、利子率(i)の外生的上昇にともなって負債比率の長期的水準(l^*)は上昇する。(8)式が満たされない場合には、その逆である。

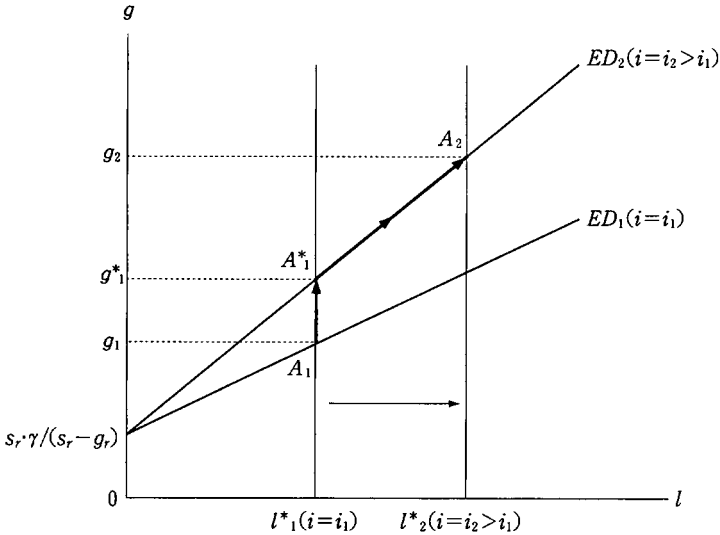
負債比率の長期的水準($l=l^*$)が安定的であるのは、

$$d(\dot{l}/l)/dl = -(s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot i / (s_r - g_r) < 0 \quad (15)$$

の場合である。(6)式で $s_r - g_r > 0$ であるから、(8)式が満たされる場合、負債比率の長期的水準は安定的である。(8)式が満たされない場合には、 $d(\dot{l}/l)/dl > 0$ となり、現実の負債比率がいったん長期的水準を上回り(下回り)、 $l > l^*$ ($l < l^*$) となると、1に向かって上昇する(0に向かって低下する)。

ラヴォアのモデルで導入される負債比率の「長期的水準」(l^*)と利子率(i)のあいだの以上の関係は、借り手企業と貸し手（債券保有者）が利子率の外生的上昇に直面したときの負債比率の約定水準の変化を表すものと解釈することができる。貯蓄関数(3)での係数の定義、 $s_l = [s_f + (1 -$

第2図 利子率(i)の外生的上昇にともなう負債比率(l)と資本蓄積率(g)の動き [安定的な場合; $s_l - g_l \cdot (s_r/g_r) > 0$]



$s_f \cdot s_s] - s_b$ と投資関数 (4) の係数 g_l の大きさに注意し、また議論の単純化のために、借り手企業の内部留保率 (s_f) と株主の貯蓄率 (s_s) は不変であると想定しよう。すると、条件 (8) が成立するか否かは、債券保有者の貯蓄率 (s_b) つまり貸し手の債券保有態度と、金融脆弱性にたいする借り手企業の投資行動の慎重さ (g_l) との大小関係に依存することになる。したがって、利子率の外生的上昇に直面する借り手企業と債券保有者のあいだで約定される負債比率の動きについて、次のような仮定をおくことになる。

[A] 条件 (8) が満たされる [$s_l > g_l \cdot (s_r/g_r)$] 場合 (安定的な場合)、すなわち、債券保有者の貯蓄率 (s_b) が低いが、金融脆弱性にたいする借り手企業の投資行動の警戒感が小さい場合には、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準は上昇すると仮定される。言い換えれば、貸

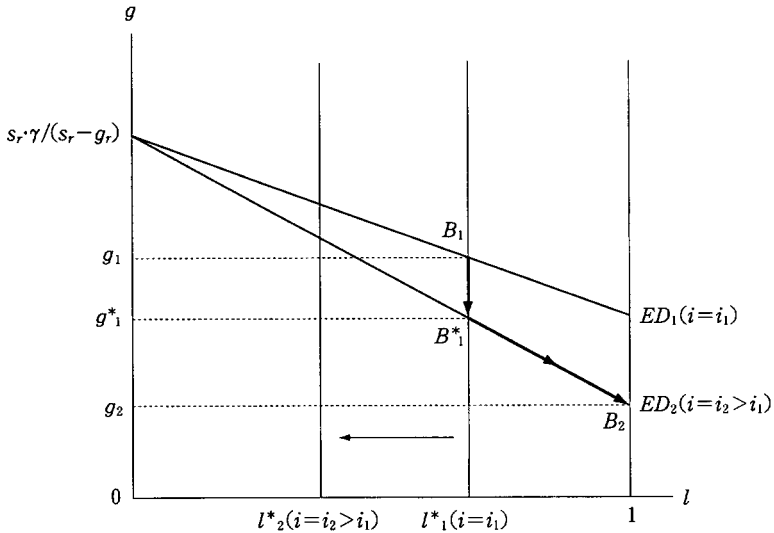
し手の債券保有意欲は低いが、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、利子率の外生的上昇にともなって、より高い負債比率が約定される、という仮定である。

[B] 逆に、条件 (8) 式が満たされない $[s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)]$ 場合、すなわち、債券保有者の貯蓄率 (s_b) が高く、金融脆弱性に直面して借り手企業の投資行動が(24)いっそう慎重になる場合には、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準が引き下げられると仮定される。言い換えれば、貸し手の債券保有意欲は高いが、借り手企業の設備投資意欲が低いので、利子率の外生的上昇にともなって、より低い負債比率が約定される、という仮定である。

より具体的な分析枠組みを立てるためには、投資資金の調達方法（借入金の増加、新株発行、および内部留保）がとりうる組み合わせについて、立ち入った考察が必要であろう。しかし、ここで問題の核心は、利子率の外生的上昇にともなって、借り手企業と債券保有者のあいだで約定される負債比率が、有効需要制約にしたがう負債比率の実現値と一致するかどうか、つまり、ミンスキーの表現を借りると、約定された負債比率が有効需要制約のもとで有効化されるか否かにある。そこで、借り手企業の内部留保率 (s_f) と株主の貯蓄率 (s_s) は不変であると引き続き仮定して、前掲 [A] [B] のそれぞれの場合について、負債比率の約定水準と、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率の実現値との関係を推論すると、次のようになる。

[A] 条件 (8) が満たされる $[s_l > g_l \cdot (s_r/g_r)]$ 場合、(25)貸し手の債券保有意欲は低いが、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、利子率の外生的上昇にともなって、より高い負債比率が約定される。この場合、(26)第 2 図のように、有効需要制約を表す $l-g$ 平面の有効需要 (ED) 曲線は右上がりである。利子率の外生的上昇 ($i_1 < i_2$) にともなって、有効需要曲線は最

第3図 利率(i)の外生的上昇にともなう負債比率(l)と資本蓄積率(g)の動き [不安定的な場合; $s_l - g_l \cdot (s_r/g_r) < 0$]



初の ED_1 線からより急な ED_2 線へと上方に回転し、かつ、約定される負債比率は l^*_1 から l^*_2 へと上昇する。負債比率と資本蓄積率の最初の水準が点 $A_1(l^*_1, g_1)$ であったとしよう。利率の外生的上昇にともなって負債比率 (l^*_1) に対応する資本蓄積率は g_1 から g^*_1 へと上昇する。負債比率の新たな水準 (l^*_2) は安定的であるから、利率の上昇にともなって、資本蓄積率は ED_2 線に沿って g^*_1 から g_2 へと上昇し、経済は新しい均衡点 $A_2(l^*_2, g_2)$ に到達する。このように、貸し手の債券保有意欲は低いが、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、金融脆弱性にたいする借り手企業の投資行動がいっそう楽観的になるので、より高い負債比率を有効化するのに十分な大きさの実現利潤が得られる。

[B] 条件 (8) が満たされない場合 $[s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)^{(27)}, g_l > 0]$ (利率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性; ラヴォ

アの「負債の逆説」の場合)。貸し手の債券保有意欲は高いが、借り手企業の設備投資意欲が低いので、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準が引き下げられる。この場合、第3図の⁽²⁸⁾のように、負債比率と資本蓄積率の最初の水準が点 $B_1(l^*_1, g_1)$ であるとしよう。利子率の外生的上昇 ($i_1 < i_2$) にともなって、有効需要曲線はいっそう右下がりの ED_2 線へと回転し、かつ、約定される負債比率は l^*_1 から l^*_2 へと低下する ($l^*_1 > l^*_2$)。利子率の外生的上昇にともなって、最初の負債比率 (l^*_1) に対応する資本蓄積率が g_1 から g^*_1 へと低下する。しかし、今度は (8) 式が満たされないので、有効需要制約のもとで資本蓄積率とともに決まる実際の負債比率は、新しく約定された水準 (l^*_2) をいったん上回ると、1 に向かって上昇する。それゆえ、有効需要制約のもとで資本蓄積率は右下がり曲線 ED_2 に沿って低下し、負債比率は l^*_1 から 1 に向かって上昇して、経済は点 $B_2(1, g_2)$ へと接近する。このように、貸し手の債券保有意欲は高いにもかかわらず、借り手企業の設備投資意欲が低い場合には、金融脆弱性にたいする借り手企業の投資行動がいっそう慎重になるので、より低い負債比率を有効化するための必要な大きさの実現利潤でさえも確保できないのである。要するに、借り手企業が負債依存度を下げようとして、設備投資を抑えれば抑えられるほど、利潤の実現条件がますます悪化するので、負債比率の有効化はますます困難になる。このように、投資の減退にともなう実現利潤の縮小と負債構造の脆弱化との悪循環は、まさに「負債の逆説」と呼ぶにふさわしい。

安定的な場合 [A] に見られるように、利子率の外生的上昇にともなって負債比率がより高い水準に約定される場合であっても、借り手企業の投資意欲が十分に高ければ、負債契約を履行するのに十分な大きさの実現利潤が得られるので、より高い負債比率も有効化される。⁽²⁹⁾ 逆に、不安定な場合 [B] に見られるように、借り手企業の投資意欲が減退すると、利子率

の外生的上昇にともなう負債比率の約定水準が引き下げられる場合であっても、利潤の実現条件がますます悪化するので、より低い負債比率でさえも有効化されないばかりか、負債比率の実現値が結果的に高まるという事態も起こりうる。投資意欲の減退と利潤の実現条件の悪化に起因するこうした負債比率の不安定性は、シュタインドルによって「現実の実現される資金調達力比率 (gearing ratio) が、つねに、企業家が実現しようと望んでいる比率と一致しない」ことに起因する「不均衡」、あるいは、「企業家の意図に反して増大する相対的負債度」「強制的債務 (enforced indebtedness)⁽³⁰⁾」の発生として特徴づけられた。また、借り手企業が負債比率を引き下げようとして投資支出と借入を削減する結果として、利潤の実現条件の悪化と実際の負債比率の上昇が起きるという事態について、ラヴォアは、「節約の逆説」と並ぶ有効需要の原理にもとづくもう一つの「マクロ経済の逆説」⁽³¹⁾であると特徴づける。

[C] 条件 (8) が満たされない場合 [$s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)$, $g_l < 0$] (利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因する負債比率の不安定性)。負債比率の安定条件 (8) が満たされない不安定な場合として、[B] 項で見た $0 < s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)$ および $s_l < 0 < g_l \cdot (s_r/g_r)$ の場合のほかに、ラヴォアが想定しないもう一つの場合がある。それは、利子率の上昇にたいする貯蓄の相対的規模 (g^s) と資本蓄積率 (g^l) の両方の感応性が正 ($-s_l > 0$, $-g_l > 0$) であり、かつ、 $s_l < g_l \cdot (s_r/g_r) < 0$ となる場合である。この場合には、与えられた水準の利潤率のもとで、利子率 (i) の上昇にともなう資本蓄積率 (g^l) の上昇幅が貯蓄の相対的規模 (g^s) の上昇幅よりも小さい。利潤率にたいする貯蓄と投資の感応性にかんする安定条件 (6) に注意して、 $-s_l > 0$, $-g_l > 0$, $s_l < g_l \cdot (s_r/g_r) < 0$ の条件のもとで前掲 (7) 式の符号を調べると、 $dr/di = (s_l - g_l) \cdot l / (s_r - g_r) < 0$, $dg/di = (s_l \cdot g_r - g_l \cdot s_r) \cdot l / (s_r - g_r) < 0$ である。つまり、利子率の上昇にともなう資本蓄積率の上昇幅が貯蓄の相

対的規模の上昇幅よりも小さい場合には、利子率の上昇にともなって利潤率(r)も資本蓄積率(g)も低下する。[C] の場合には、 $l-g$ 平面の有効需要(ED)曲線は [B] と同様に右下がりであり、利子率の外生的上昇にともなって負債比率と資本蓄積率 [B] と同様に不安定な動きをとる。次節で見るように、実際の国民経済計算のデータで検証すると、計測期間によっては利子率にたいする資本蓄積率の感応性は正值をとるが、その場合でも利子率の外生的上昇にたいする貯蓄の相対的規模の感応性の値しだいでは、負債比率の安定条件 (8) が満たされない場合もありうる。しかし、負債比率の不安定性の要因は [B] と [C] では異なる。[B] (ラヴォアの「負債の逆説」) の場合は、利子率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性であって、そこでは、利子率の上昇・負債比率の上昇にたいする資本蓄積率の減少幅が貯蓄の相対的規模の減少幅を上回る。これにたいして、[C] の場合には、利子率の上昇・負債比率の上昇にたいする貯蓄の相対的規模の増加幅が資本蓄積率の増加幅を上回る。したがって、[C] タイプの負債比率の不安定性は、利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因するものであると言える。

以上の分析枠組みに見られるように、利子率の外生的上昇にともなう負債比率と資本蓄積率の安定的な動きをするかどうか、また、その不安定性が利潤の実現条件の悪化と負債比率の上昇との悪循環——「負債の逆説」——の形をとるかどうかは、利子率や負債比率の変化にたいする資本蓄積率と貯蓄の相対的規模の感応性に依存している。

第4節 負債比率の不安定性にかんする検証

利潤の実現条件の悪化と負債比率の上昇との悪循環につながる構造的な要因は、はたして現実の経済のなかに検出できるであろうか。もちろん、

こうした問題に実証的な回答を与えるためには、前節までの分析枠組みをもっと拡充しなければならないであろう。しかしながら、上記の問題への第1次的接近として、有効需要制約の構成要因を現実のデータで検証する試みは決して無意味ではない。そこで、本節では、日本の国民経済計算を用いて有効需要制約の構成要因を計測し、前節で見た負債比率の安定性の条件が満たされるか否かの検証を試みる。

有効需要制約にしたがう負債比率の実現値と、借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率とが一致するための条件(8)は、 $s_l = s_f + (1 - s_f) \cdot s_s - s_b$ であるから、

$$s_f + (1 - s_f) \cdot s_s - s_b - g_l \cdot (s_f / g_r) > 0 \quad (16)$$

と表される。単純化のため、条件(6)を満たす s_r , g_r と株主の貯蓄率(s_s)が一定であるとすれば、条件(16)の成立は、借り手企業の金融脆弱性の指標としての利払い/資本ストック比率($i \cdot l$)にたいする投資の感応性(g_l)、内部留保率(s_f)、および、債券保有者の貯蓄率(s_b)のあいだの関係に依存する。金融脆弱性にたいしていっそう慎重になる投資態度($g_l > 0$ の上昇)・内部留保率の低下・債券保有者の貯蓄率の上昇の組み合わせのもとでは、条件(16)が破れる可能性は高い。借り手と貸し手の意図に反した負債比率の上昇と資本蓄積率の低下は、金融変数にたいする設備投資の感応性、借り手企業の内部留保政策、貸し手の資産選択態度(ここでは債券保有者の貯蓄率)のあいだの不整合性から説明しなければならない。たとえば、利子率の外生的上昇に直面して、借り手企業の投資意欲は萎縮するが、外部債権者が債券の買い増しを同じ歩調で続けるならば、実物資産の蓄積と金融資産の蓄積との不整合性は累積し、最終的には、前節で見たように、有効需要制約にしたがう実際の負債比率と約定された負債比率との不一致が拡大する。こうした資本蓄積の実物面と金融面の不均斉の拡大についてシュタインドルは、実物資本蓄積の動きにたいする「外部貯

蓄」(金利生活者の貯蓄や配当からの貯蓄など)の「非弾力性」に起因する「資金調達力比率」(＝総資産／自己資本)の累積的上昇として説明⁽³²⁾する。

以上の分析枠組みにしたがえば、負債比率の不安定性を検証するためには、その経済の持つ有効需要制約の特質を調べればよいことになる。そこで、本節では、金融不安定性への実証面からの第1次的接近として、日本のマクロ経済データを使って、利潤率と利払い／資本ストック率の変化にかんする投資と貯蓄の感应性を計測し、負債比率の安定条件(8)が満たされるか否かを検証する。条件(8)は負債比率(l)を定数とおいて導き出されるので、利子率(i)にたいする貯蓄の相対的規模(g^s)の感应性と資本蓄積率(g^i)の感应性を、それぞれ、利払い／資本ストック比率($i \cdot l$)にたいする貯蓄の感应性(s_l)と投資の感应性(g_l)の指標と見なすことができる。

貯蓄関数(3)と投資関数(4)にかんする次の推定式を用いる。

$$GS = a_0 + a_1 \cdot PR_{-1} + a_2 \cdot RINT_{-1} \quad (17)$$

$$GI = b_0 + b_1 \cdot PR_{-1} + b_2 \cdot RINT_{-1} \quad (18)$$

ここで、 GS ＝名目貯蓄／名目資本ストック、 GI ＝資本蓄積率(＝実質民間企業設備投資／実質資本ストック)、 PR_{-1} ＝前期の利潤率(＝名目利潤／名目資本ストック)、 $RINT_{-1}$ ＝前期の実質利子率(＝名目利子率－物価上昇率)⁽³³⁾である。第1表に計測結果と貯蓄関数・投資関数の係数 s_r, s_l, g_r, g_l との対応が示してある。この暫定的な計測結果から、次の点が確認される。

第1に、どの期間でも利潤率の変化にたいする貯蓄の感应性が投資の感应性よりも大きく($s_r > g_r > 0$)、条件(6)が満たされる。

第2に、実質利子率の変化にたいする資本蓄積率(GI)の感应性は1974 Q1-84 Q4の期間には負、他の期間には正である。利払い／資本ストック

第1表 有効需要曲線の計測

	1960Q3-73Q4 ($n=54$)	1974Q1-84Q4 ($n=44$)	1985Q1-98Q4 ($n=56$)	1990Q3-2000Q1 ($n=39$)
貯蓄関数 (GS)				
定数項	8.456* (4.687)	19.841* (4.842)	3.564* (6.902)	4.764* (8.810)
$PR_{-1}[s_r]$	1.120* (14.003)	-0.072 (-0.226)	0.850* (11.235)	0.772* (7.438)
$RINT_{-1}[-s_l]$	-0.507* (-3.534)	-0.334* (-2.235)	0.129 (1.481)	0.295* (2.451)
$\bar{R}^2$	0.827	0.1320	0.845	0.857
$D. W.$	2.255	2.288	2.278	2.082
投資関数 (GI)				
定数項	4.513* (3.636)	11.687* (5.832)	4.452* (10.293)	3.504* (10.549)
$PR_{-1}[g_r]$	0.679* (12.350)	0.081 (0.522)	0.634* (9.997)	0.628* (9.854)
$RINT_{-1}[-g_l]$	0.246* (2.495)	-0.213* (-2.913)	-0.020 (-0.276)	0.185* (2.497)
$\bar{R}^2$	0.736	0.219	0.776	0.896
$D. W.$	0.750	0.317	0.573	1.170
$g_l \cdot s_r / g_r$	-0.406	—	—	-0.227
$s_r - s_l (=s_b)$	0.613	—	—	1.067

(注) $\bar{R}^2$ =自由度修正済み決定係数, $D. W.$ =ダービン・ワトソン比, n =標本数.

()内は t 値. *のついた値は有意水準5%で有意である PR_{-1} , $RINT_{-1}$ の係数はそれぞれ $s_n - s_l$ と $g_n - g_l$ に対応する データの出所は注33を参照.

比率 ($i \cdot l$) にたいする資本蓄積率の感応性 (g_l) の符号は, 実証的には特定し難いと考えられる.

第3に, 貯蓄の相対的規模 (GS) の推計結果に見られるように, 利潤率と実質利子率の変化にたいする貯蓄の感応性の差 ($s_r - s_l$) が1960Q3-73Q4の0.613から1990Q3-2000Q1の1.067へと拡大した. これは, 前節の枠組みにしたがえば, 債券保有者の貯蓄率 (s_b) の⁽³⁴⁾上昇を意味する. また, 株主の貯蓄率 (s_s) を一定とすれば, 利潤率の変化にたいする貯蓄の感応性 (s_r) は内部留保率 (s_r) と同じ変化方向を持つ⁽³⁵⁾. 第1表では, s_r の値が1960Q3-73Q4の1.120から1985Q1-98Q4の0.850, 1990Q3-2000Q1の0.772と低下している. 株主の貯蓄率が一定という条件を付けば, s_r の

動きのなかに内部留保率 (s_f) の低下傾向が読みとれる。

第4に、実質利子率の変化にたいする貯蓄の相対的規模 (GS) の感応性 $[-s_l]$ と $g_l \cdot s_r / g_r$ の計算値を比べると、負債比率の安定条件 (8) についておよそその判定をすることができる。1960Q3-73Q4 には $s_l (=0.057) > g_l \cdot s_r / g_r (= -0.406)$ であって「安定」と判断される。これにたいして、1990Q3-2000Q1 には $s_l (= -0.295) < g_l \cdot s_r / g_r (= -0.227)$ となり、「不安定」と判断される。ただし、実質利子率の変化にたいする資本蓄積率 (GI) の感応性 ($-g_l$) は正であるから、1990Q3-2000Q1 の計測結果が示すのは、利子率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性 (前節 [B], ラヴォアの「負債の逆説」) ではなく、むしろ、利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因する負債比率の不安定性 (前節の [C]) である。実質利子率の変化にたいする貯蓄の感応性 ($-s_l$) は、1960Q3-73Q4 の -0.507 から 1990Q3-2000Q1 の 0.295 に上昇した。このことを前節の枠組みのなかで解釈すれば、1960Q3-73Q4 には利子率の外生的上昇に反応して貯蓄の相対的規模が減少する傾向にあったが、1990Q3-2000Q1 には逆に利子率の上昇に反応して貯蓄の相対的規模が増加する傾向にある、ということになる。利子率の外生的上昇にたいする貯蓄の変化方向が減少 ($-s_l < 0$) から増加 ($-s_l > 0$) に転じた背景には、債券保有者の貯蓄率 (s_b) の上昇、および、内部留保率 (s_f) の低下があると考えられる。

言うまでもなく、以上の検証結果は暫定的なものである。かりに計量分析上の問題を措くとしても、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環として定義される「負債の逆説」が、以上の検証結果によって否定されたと結論づけるのは、あまりにも早計である。以上の検証結果が示すのは、ラヴォアのモデルで仮定された投資の利子弾力性 (すなわち、利子率の外生的上昇にたいする資本蓄積率の負の感応性)

が実証的には確認されないということである。けっして金融不安定性と有効需要との関連の存在が否定されたわけではない。しかし、負債比率の不安定性へのアプローチについては根本的な問題が残される。それは、利子率の外生的上昇のような外的ショックにたいする資本蓄積率や負債比率の変化方向を推論する比較静学分析だけに依拠することはできないということである。投資、実現利潤、負債による資金調達、および、既存の負債契約の履行のあいだの内生的な相互連関を考察するための分析方法を開発しなければならない。この課題にたいして直ちに回答を提出することはできないが、本節までの議論を踏まえて、金融不安定性と有効需要との相互連関をめぐる研究動向を再検討することはけっして無意味ではない。

第5節 「負債の逆説」の解明に向けて

前節までの分析枠組みで考察されたのは、利子率の外生的上昇にともなう負債比率の約定水準、および、有効需要制約のもとで実現される負債比率の変化方向である。もちろん、金融不安定性と有効需要との内的連関を明らかにするためには、外生要因の変化に反応する負債比率と資本蓄積率の変化方向にかんする比較静学分析だけで満足することはできない。金融システムの制度的変化を考慮に入れたうえで、景気循環の各局面における資本蓄積率、実現利潤および負債比率のあいだの内的関連を理論的・実証的に説明しなければならない。しかしながら、すでに本稿では負債比率と資本蓄積のあいだのマクロ経済的な構造連関として、ラヴォアのモデルで「負債の逆説」と特徴づけられた悪循環——借り手企業が負債依存度を下げようとして設備投資を控えるにつれて、利潤の実現条件が悪化するので、引き下げられた負債比率の有効化でさえもますます困難になること——が生じる可能性を明らかにしている。そこで、分析手法をさらに仕上げてい

くための準備作業として、上記の「負債の逆説」にかかわる論点を中心として、金融不安定性にかんする従来の理論の意義と限界を明らかにしておきたい。

よく知られているように、ミンスキーの金融不安定性仮説（Financial Instability Hypothesis⁽³⁶⁾）で中心となる論点は、「金融恐慌に陥りやすい財務構造を資本主義経済がどのようにして内生的に生み出すのか、また、金融市場の正常な機能が、その結果として好況を迎えた経済のなかで、金融恐慌の引き金になるのはどのようにしてか⁽³⁷⁾」にある。「経済がうまくいっていない時期でさえも、予想キャッシュフローが約定負債支払額を賄うであろう何らかの安全性の余裕（margin of safety）」を基準として「容認できる負債構造（acceptable liability structures）」を考えうえで、ミンスキーは、好況期において非金融企業部門の負債構造の脆弱性が次のように高まっていくと考えた。（1）既存の負債契約が正常に履行され、また、負債依存度の高い企業のほうが高い収益をあげるようになると、負債構造における「安全性の余裕」についての判断がますます楽観的なものになり、借り手企業と貸し手の銀行のあいだの負債約定において「容認できる負債額」が増加する。さらに、「こうした負債による資金調達によって資本資産の市場価格は上昇し、投資は増加する⁽³⁸⁾」と指摘されるように、負債による資金調達に依存する資本蓄積の進展にともなって借り手企業の資本資産の市場価格が上昇すると考えられている⁽³⁹⁾。（2）借り手企業の負債構造において、「ヘッジ金融（hedge finance）」[利率の水準にかかわらず、借り手企業の事業活動からのキャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を十分に上回る状態]の比重がしだいに下がり、「投機的金融（speculative finance）」[利率がある一定水準よりも引き上げられると、キャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を下回る状態]とありうる状態。ただし、キャッシュフローの現在価値は約定負債の利

払い額を上回っている.] の比重, さらに「ポンツィ金融 (Ponzi finance)」[「利率の水準にかかわらず, キャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を下回る状態. しかも, キャッシュフローの現在価値は約定負債の利払い額をつねに下回っている。」] の比重が高まり, 借り手企業の全体としての負債構造が利率の上昇にたいしてますます脆弱なものになる。⁽⁴⁰⁾

第3節で見たように, ミンスキーは, 将来の期待利潤に左右される現在の投資の大きさが, 現在の実現利潤を媒介として, 既存の負債契約が正常に履行されるか否か (負債の有効化が成功するか否か) の鍵を握ることを明らかにしている. 負債の有効化と利潤の実現条件にかんするミンスキーの論理には, 本稿で見た「負債の逆説」を示唆する論点も含まれている. 投資に左右される実現利潤, 既存負債にたいする元利支払額, および, 借り手企業と貸し手の銀行によって計画される投資資金の調達方法のあいだの関係について, 以下のようにかなり凝縮された形で説明されている.

「資本主義経済の金融過程は, 静穏な状態 (a tranquil state) を上向きに不安定なものにすることによって不安定性をもたらし, しかも, こうした上方への拡張にたいして伸縮的な限界を設定する. しかし, 外部金融にたいする制約があるので, 虚弱なあるいは脆弱な金融状況が現れざるをえない. 投資の減退によって利潤は減少するので, 既存負債にたいする支払約定額がそうした支払に充てることができる粗資金にたいしてますます高い比率を占めるようになり, また, 今期の投資のうち外部から資金を調達しなければならない部分の比率が高まる. 利潤が増加すれば, 銀行家と企業家は, 負債によって投資の資金調達を行うつもりであっても, その必要はなくなる. ちょうどこれと同じように, 利潤が減少すると, 負債依存度⁽⁴¹⁾を引き下げようとする銀行家と企業家の試みは挫折する。」

投資の減退にともなって実現利潤が減少すると, 既存負債にたいする元

利支払額が利用可能な内部資金に比べて過大になる。この場合、借り手企業と貸し手の銀行が負債依存度を引き下げようとしても、そうした試みは実現されない、というのがミンスキーの主張である。たしかに、以上のミンスキーの推論においても、借り手企業と貸し手の銀行のあいだで約定される負債比率と、有効需要制約にしたがう実際の負債比率とのあいだの関係が、少なくとも記述的には扱われており、「負債の逆説」が起きる可能性も示唆されている⁽⁴²⁾。けれども、有効需要制約と負債依存度との構造連関を説明するうえで、ミンスキーの推論にはもちろん、前節までに示した「負債の逆説」の論理のなかにも、まだ不明確な点が残されていることは否定できない。

第1に、負債依存度の引き下げと設備投資の減少との関係が明確でない。負債依存度の指標として、設備投資額のうち負債による資金調達に依存する部分の割合を考えよう。負債依存度を引き下げる方法として、既存負債の返済、および、新規の設備投資とそれにもなう新規の借入の削減が考えられる。与えられたキャッシュフローのもとで借り手企業が既存負債の返済を優先するならば、仮に十分に高い期待収益が見込まれる投資プロジェクトが存在したとしても、新規の設備投資計画が採択されない可能性がある⁽⁴³⁾と考えられる。既存負債の存在が新規の設備投資計画に及ぼしうごうした負の影響を、マクロ経済での実現利潤の決定機構との関連のなかでどのように説明するのか。この問題に取り組むための分析枠組みが必要とされる。

第2に、非金融企業部門の負債比率（＝負債／自己資本）と資本蓄積率が景気循環の各局面でとる動きを説明するためには、借り手と貸し手のあいだで約定される負債構造の脆弱化と利潤の実現条件との相互関係を立ち入って分析する必要がある。ミンスキーの推論によると、借り手企業の負債構造がますます脆弱になる（ヘッジ金融の比重よりもよりも投機的金融、

ポンツィ金融の比重のほうが高くなる)につれて、利子率の上昇に直面して資本資産の現在価値(将来収益の系列の割引現在価値)が負債残高を下回る危険性がより高くなるという。投資の減退にともな⁽⁴⁴⁾って利潤の実現条件が悪化すれば、当初は「ヘッジ金融」と特徴づけられた健全な負債構造でも、「投機的金融」や「ポンツィ金融」へと劣化する可能性があると考え⁽⁴⁵⁾られる。しかし、ミンスキーの金融不安定性仮説でも、利潤の実現条件と非金融企業部門の負債構造との関連について、操作可能な分析枠組みが与えられているとは言い難い。

第3に、経済活動水準と非金融企業部門の負債構造の循環的変動パターンを実証データで検証する作業が必要である。前掲第1図で見たように、日本の非金融法人企業の負債/自己資本比率(1990年基準のデータ)には1984年末から1989年末にかけての低下が観察される。負債比率のこうした動きは資本資産の現在価値の上昇を反映したものであると考えられるが、適切な指標の選択にもとづいて計量分析を実行しなければ、確定的な結論を出すことはできない。ラヴォアとセカレンシアは、ミンスキーの金融不安定性仮説においてプロサイクリカルな負債比率(好況期に上昇して不況期に低下する負債比率)が前提におかれていと解釈し、⁽⁴⁶⁾1962年から1998年までのカナダの国民経済計算データを用いて、負債比率(=負債/自己資本)がプロサイクリカルな動きをとるかどうかを検証する。⁽⁴⁷⁾負債比率を被説明変数、実質GDP成長率、財政赤字/GDP比率、実質利子率、個人貯蓄率を説明変数とする回帰分析にもとづいて、「(ミンスキー効果の大きさを測るために導入された)GDP成長率は概して有意であることがわかったが、その係数の符号は一貫して負であった」という結論が出される。⁽⁴⁸⁾つまり、上記期間のカナダのマクロ経済データでは、プロサイクリカルな負債比率の動きを検出することはできない、というのである。こうした実証分析の試みは興味深いけれども、いぜんとして次の問題が残る。

第1に、もし負債比率がカウンターサイクリカル (countercyclical) な動き——好況期に低下して不況期に上昇する——をとると結論づけるならば、好況期には負債残高の増加に比べて資本資産の現在価値（将来収益の割引現在価値）の増加のほうが著しくなる傾向にある理由を説明しなければならない。資本資産の現在価値の決定要因——将来収益の期待値の系列、および、割引率としての利子率の水準——を考慮に入れた計量分析が必要とされる。第2に、カウンターサイクリカルな負債比率の動きと利潤の実現条件との相互連関を扱うことのできる分析方法が必要とされる。とくに、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債比率の意図せざる上昇とのあいだの悪循環について、操作可能な検証方法を開発しなければならない。

第6節 むすび

本稿では、投資の減退に起因する利潤の実現条件の悪化と非金融企業部門の負債構造の脆弱化との悪循環——「負債の逆説」——が起きる可能性を中心として、金融不安定性と有効需要との関連を考察した。有効需要と資本蓄積にかんする従来のポストケインズ派のモデルのなかに金融的側面（負債比率と利子率）を導入したラヴォアの分析枠組みにしたがって、「負債の逆説」の背景にある有効需要制約の特徴を調べた。貸し手の債券保有意欲は低いが借り手企業の投資意欲は十分に高い場合には、利潤の実現条件が良好であるので、より高い負債比率でさえも正常に有効化される。これにたいして、借り手企業が既存負債の返済を優先して設備投資意欲を減退させると、利潤の実現条件が悪化するので、結果的には、実現される負債比率の意図せざる上昇を招きかねない。こうした「負債の逆説」の背後にある有効需要制約の特徴は、借り手企業の減退する設備投資意欲にたいして貸し手の債券保有態度が非弾力的であること、つまり、借り手企業の

投資意欲にたいする外部債権者の貯蓄行動の非弾力性にある。したがって、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環、つまり「負債の逆説」の背後にあるのは、現実資本の蓄積と貨幣資本の蓄積との不調和、さらには、産業と金融との利害対立である。1997-98年の金融危機以降の日本経済で最も危惧されるのは、金融機関による不良債権処理の進展にともなって有効需要の収縮がいつそう進み、いったん正常債権と判断された貸出債権が劣化することであるが、これは本稿で示した「負債の逆説」の顕在化にはかならない。もとより、不良債権処理にかかわる金融機関と借り手企業との利害対立、金融監督当局（金融庁、預金保険機構、整理回収機構を含む）の政策とマクロ経済との相互関連については、別稿で考察しなければならない。さらに、金融不安定性と有効需要不足との悪循環、あるいは、「負債の逆説」に陥りかねないマクロ経済状況のなかから、産業-労働-金融の力関係の再編を基軸とする現代資本主義の構造変化を検出しなければならない。これらの課題にも早急に取り組みたい。

(1) 経済対策閣僚会議「緊急経済対策」(2001年4月6日, www.kantei.go.jp.)

(2) Crotty (1985) は、資本蓄積にともなう非金融部門の脆弱な負債構造の形成を中心とするマルクス恐慌理論の再構成を提案している。

(3) Lavoie (1999), p. 831.

(4) 1969-98 暦年末については、経済企画庁 (2000a) の「ストック編」(1990 年基準, 1968 年 SNA 準拠) により、非金融法人企業の期末貸借対照表における「株式・正味資産」と「負債 (株式を除く)」の値をそれぞれ自己資本と負債の指標と考える。1990-2000 暦年末については、内閣府経済社会総合研究所 (2001a) (2001c) の「ストック編」(1995 年基準, 1993 年 SNA 準拠) により、非金融法人企業の期末貸借対照表における「株式・出資金」と「正味資産」の和を自己資本、(期末資産-自己資本) の値を負債と見なす。(1990 年基準の

ストック統計には、1968 暦年末以前の数値が公表されていない。) 資産側と負債側の株式は市場価格で評価される。1968 年 SNA から 1993 年 SNA への体系の移行により、両方の期間の数値は接続しない。資本蓄積率(=民間企業設備投資/資本ストック)についても、1956-98 暦年は経済企画庁(2000a)(2000b)による 1990 年基準のデータ、1991-2000 暦年は内閣府経済社会総合研究所(2000c)による 1995 年基準のデータ(93SNA)にもとづく。詳しくは、注 33 を参照。

- (5) 古典派、新古典派、ポストケインズ派による経済成長と分配の理論を体系的に比較可能な形で検討した近年の著作として、Foley and Michl (1999) がある。
- (6) Rowthorn (1981), Marglin and Bhaduri (1990). マーグリンとバドゥリは、労働賃金の二重の側面——雇い主にとっての費用、および、消費需要の源泉として——に着目して、利潤分配率の外生的変化にたいする設備稼働率、利潤率の変化方向を分析し、賃金主導型および利潤主導型の蓄積パターンの違いを明らかにしている。両氏の枠組みの特徴については、石倉(1998)を参照。さらに、「構造的カレッツキー=カルドア・モデル」の展開にもとづく「資本蓄積のレジームの多様性」については、植村・磯谷・海老塚(1999)の第 4 章が詳しい。最近では、マーグリン=バドゥリの理論的枠組みにもとづく実証分析も行われている。Onaran and Yentürk (2001)では、トルコの民間製造業部門に属する 26 産業のパネルデータ(1975-95 年)を用いて、投資/付加価値の比率(対数値)を被説明変数、利潤分配率(=利潤/付加価値)と付加価値の成長率(対数値)を説明変数とする投資関数が推計され、投資は利潤分配率の変化にたいしては感応的ではなく、付加価値の成長率にたいしては正の感応性を持つという結論が導かれている。
- (7) Lavoie (1995).すでに Lavoie (1992), Lavoie (1993)では、利率を導入した資本蓄積モデルにもとづいて、利率の外生的変化にともなう資本蓄積率と利潤率の変化方向が考察されている。その詳細については石倉(2000)を参照。金利生活者・産業資本家・労働者の 3 階級を含む資本蓄積モデルとして、Dutt (1992), Dutt and Amadeo (1993), Dutt (1995) などがある。
- (8) Lavoie (1995), p. 164. ここでミンスキーの名が付けられるのは、投資関数と貯蓄関数の両方に利払いと負債比率が導入されるからである。また、シュ

タインドルの名が付けられるのは、「負債比率を引き下げようとする努力が、より高い値の負債比率をもたらす」(*Ibid.*, p. 174) というマクロ経済の逆説にかんする Steindl (1952) の分析視角が導入されるからである。

- (9) 資本ストック, 負債, 株式はすべて不変価格表示とする。
- (10) 以下では, 利子率は, 通貨当局によって有効需要制約から独立に決定される外生的な変数であると仮定する。
- (11) ラヴォアは, 「ミンスキー的な枠組み」のなかでは, 投資は「金融脆弱性」の指標としての利払い—資本ストック比率 ($i \cdot l$) の減少関数になると指摘する (Lavoie, *op. cit.*, p. 166)。しかし, 第4節で見るように, 実証的には係数 g_i の符号を確定することは難しいので, (4) 式では g_i の符号は特定されていない。なお, 「投資の決定は債務を増やすか, あるいは流動性を減らすことを決めることである」(Minsky (1975), p. 89, 訳 140 頁) と考えるミンスキーの観点からすれば, 実物資産と負債だけでなく金融資産も含む貸借対照表上の意思決定を考察すべきであろう。
- (12) Lavoie (1995), p. 149.
- (13) 条件 (6) はマーグリンとバドゥリのモデルでの「ロビンソニアン安定条件 (Robinsonian Stability)」(Marglin and Bhaduri (1990), p. 165, 邦訳 179 頁) に相当する。この条件のもとでは, 現実の利潤率(r)が貯蓄と投資の均等と両立する利潤率の水準 (r^*) から乖離した場合, 資本蓄積率 (g') の変化幅が貯蓄の相対的規模 (g^s) の変化幅よりも小さいので, 現実の利潤率の均衡水準 (r^*) からの乖離は縮小に向かう。この種の安定条件については, 石倉 (1998) の第4節でも詳論してある。
- (14) より正確には, $g_i > 0$ のもとで, (i) $s_i < g_i < g_i \cdot (s_r/g_r)$ のとき $dr/di < 0, dg/di < 0$, (ii) $g_i < s_i < g_i \cdot (s_r/g_r)$ のとき $dr/di > 0, dg/di < 0$, (iii) $g_i < g_i \cdot (s_r/g_r) < s_i$ のとき $dr/di > 0, dg/di > 0$, である。
- (15) $-g_i (< 0)$ の絶対値が小さい, あるいは, $-g_i$ が正に転じる場合を指す。
- (16) $-g_i (< 0)$ の絶対値が小さい, あるいは, $-g_i$ が正に転じる場合を指す。
- (17) 利潤率と利子率の関係をめぐるリカード, マルクスの見解については, 石倉 (2000) の第2節で検討されている。
- (18) 総資本利潤率 (= 利潤 / 充用総資本) を r_K , 企業者利潤率 (= 利払い後利潤 / 自己資本) を r_E , 負債比率 (= 負債 / 充用総資本) を k とするときの

$r_K = (1-k) \cdot r_E + k \cdot i$ という関係を指す.

(19) Minsky (1982), p. 81, 邦訳 128 頁.

(20) 投資, 実現利潤および負債の「有効化」との関連をミンスキーは次のように要約する. 「資本主義経済がうまく機能するための要件とは, 現在の資本所得および期待される資本所得が十分に大きいので, 投資と資金調達にかんする過去の意思決定が有効化される (past decisions to invest and finance are validated) ということである。」(Ibid., p. 81, 前掲邦訳 128 頁. 訳文は必ずしも邦訳にしたがっていない——以下同様.)

(21) Lavoie (1995), p. 168.

(22) 定義上, $0 < l^* < 1$ でなければならない.

(23) $-g_l (< 0)$ の絶対値が小さい, あるいは, $-g_l$ が正に転じる場合を指す.

(24) $-g_l (< 0)$ の絶対値が大きい場合を指す.

(25) [A] 項では, 利率の上昇にたいする資本蓄積率の感応性は負 ($-g_l < 0$) であると想定する.

(26) Lavoie, *op. cit.*, p. 169, Figure 5 に加筆修正して作成.

(27) [B] 項では, 利率の上昇にたいする資本蓄積率の感応性が負 ($-g_l < 0$) であると想定し, 条件 (8) が満たされない場合として $0 < s_l < g_l \cdot (s_r/g_r)$ および $s_l < 0 < g_l \cdot (s_r/g_r)$ の場合を考える. 条件 (8) が満たされないもう一つの場合として, 利率の上昇にたいする貯蓄の相対的規模 (g^s) と資本蓄積率 (g^c) の両方の感応性が正 ($-s_l > 0, -g_l > 0$) であり, かつ, $s_l < g_l \cdot (s_r/g_r) < 0$ となる事例があるが, これについては [C] 項で言及する.

(28) Ibid., p. 171, Figure 6 に加筆修正して作成.

(29) 利率の外生的上昇にともなって, 約定される負債比率と有効需要制約にしたがう負債比率の実現値がより高い水準で一致する事例に関連して, Lavoie and Godley (2001) は数値シミュレーションを提示している. そこでは, 家計は借入れをせず銀行預金と株式で資産を運用し, 非金融企業は銀行借入と株式発行で設備投資のための資金を調達すると想定されたうえで, 利率の外生的上昇が起きた後に負債比率と資本蓄積率などの変数がたどる時間経路が計算される. そのなかで注目したいのが次のような事例である. (1) 受取利子の増加により家計の可処分所得が増加する. (2) 家計は可処分所得の増加分を株式の購入に充てるので, 株価は押し上げられ, (銀行借入+株式発行額)/資

本ストックとして定義される非金融企業部門の「 q 比率」が上昇する。(3) q 比率の上昇は資本蓄積率(=設備投資/資本ストック)の上昇および実現利潤の増加をもたらし、結果として、負債比率の実現値も上昇する(以上, Lavoie and Godley (2001), p. 300-301 を要約したもの)。なお、制度部門別貸借対照表と部門間取引表にもとづいて内生的貨幣供給と資本蓄積との構造連関にかんする数値シミュレーションを行った研究に、Godley (1999) がある。

(30) Steindl (1952), p. 118-9, 邦訳 149 頁。

(31) Lavoie, (1995), p. 164.

(32) 「外部貯蓄が相対的に非弾力的であれば、すなわち、実質資本蓄積の変動にたいして、外部貯蓄の蓄積が内部蓄積ほど敏感に調整されないとすれば、最初の実質資本の成長ないし減退は、さらにこれ以上の実質資本成長率の増大または減退を招来するであろう。」(Steindl, *op. cit.*, p. 114-5, 邦訳 143 頁。)

(33) 国民経済計算と民間企業資本ストック(全産業・全企業、取付ベース)については経済企画庁(2000a)(2000b)による1990年基準、内閣府経済社会総合研究所(2001a)(2001b)による1995年基準の季節調整済み四半期データを用いる。1960Q3-73Q4, 1974Q1-84Q4, 1985Q1-98Q4の計測期間(Qは四半期)では1990年基準、1990Q3-2000Q1の期間には1995年基準の国民経済計算・資本ストックのデータを用いる。期末の資本ストック残高と民間企業設備デフレータとの積について、(前期末+今期末) $\div 2$ を名目資本ストックとする。国民可処分所得の四半期データがないので、要素費用表示の国民所得を用いて、名目利潤=国民所得-雇用者所得-個人企業所得、および、名目貯蓄=国民所得-民間最終消費支出(名目)と定義する。名目利子率と物価の指標として、日本銀行(2001)による国内銀行貸出平均金利と卸売物価指数(1995年基準、総平均)を用いる。

(34) 貯蓄関数(3)の係数から、 $s_r - s_l = s_b$ である。なお、第1表で1974Q1-84Q4, 1985Q1-98Q4には、有意でない回帰係数が含まれるので、($s_r - s_l$)および $g_l \cdot s_r / g_r$ の値を算出することができない。

(35) (3)式では $s_r = s_f + (1 - s_f) \cdot s_s$ と定義され、 $\partial s_r / \partial s_f = 1 - s_s > 0$ である。

(36) ミンスキーの金融不安定性理論をめぐる最新の研究動向については、Nasica (2000) が詳しい。

(37) Minsky (1982), p. 65, 邦訳 108 頁。

- (38) *Ibid.*, p. 66, 邦訳 108 頁.
- (39) 利潤の実現条件が良好で既存の負債契約が正常に履行されるという静穏な時期が続くにつれて、借り手企業も貸し手の銀行も将来の利潤の実現条件についてますます楽観的な期待を持つようになり、気がついてみると脆弱な負債構造が形成されている。このように静穏な時期が連続するがゆえに脆弱な負債構造が内生的に形成される事態を、ラヴォアは「静穏の逆説 (paradox of tranquility)」(Lavoie (1999), p. 831) と呼ぶ.
- (40) 「ヘッジ金融」「投機的金融」「ポンツィ金融」のより正確な定義については、Minsky (1986), p. 335, 邦訳 415 頁以下の「付録 A」を参照.
- (41) Minsky (1982), p. 84, 邦訳 133 頁.
- (42) ミンスキーの著作におけるカレツキー的な利潤理論 (投資が実現利潤を決定するという考え方) の位置づけについてキングは、「カレツキーの利潤理論にかんしては、ミンスキーの初期著作のどれを見ても、そのわずかな痕跡すら見つけることができなかった」(King (1996), p. 69) が、「1977 年までに、ミンスキーは、投資が犬で貯蓄が尾であるという明確な意見を持っていた。」(*Ibid.*, p. 70) と指摘する.
- (43) 新規投資にたいして融資を行う貸し手の債権が既存債権にたいして劣後する場合に、正の予想純収益を持つ投資プロジェクトが存在するにもかかわらず、既存債権の返済義務の優先性・既存債権の劣後性のために、新規投資が断念される、という事態は、「過剰債務問題 (debt overhang problem)」として知られている。既存債権の債務減免 (いわゆるバランスシート調整) によって上記のような新規投資を可能にして、投資意欲を回復させようとする政策提言も出された。これにたいして、負債による借り手企業の経営者の規律づけ効果を強調する論者は、「行政による債務減免の可能性が予想されれば、安易な借り手がふえるが、これは貸し手の承知するところとなり、結局は信用市場をかえって収縮させてしまう危険性が高い」(大瀧 (2000), p. 215) と指摘し、『『過剰債務問題』は経営者の規律づけに不可避な社会的費用である』(同, p. 216) と主張する。新規投資を計画する企業者、新規投資に融資をする金融機関、および、既存債権者のあいだの利害対立は、負債構造と資本蓄積との関係を考察するうえで重要な論点の一つである。しかし、負債による借り手企業の規律づけ効果のみに焦点をあてる微視的アプローチと、投資と実現利潤とのマクロ的

連関とを何の媒介もなしに直結することはできないと考えられる。この点に関連して、主流派経済学の「情報の非対称性」アプローチとミンスキーの金融不安定性論とのあいだの分析視角の異同を確認する必要がある (Dymski (1998), Fazzari (1999)). もとより、以上の問題についての解明も筆者の今後の課題である。

- (44) 将来収益の割引現在価値として定義される「資産価値」と負債残高との大小関係の観点から資本構成の各段階は次のように特徴づけられる。ヘッジ金融の場合には、「利率の急激な上昇によって、資本資産の現在価値が負債の簿価を上回るという不等式が逆転することはない」(Minsky (1982), p. 25, 邦訳 51 頁)。投機的金融の場合には「低い利率のもとでは資産価値が負債価値を上回るようなキャッシュフローの時系列であっても、高い利率のもとでは、資産価値が負債価値を下回るかもしれない。」(Ibid., p. 27, 邦訳 53 頁)。ポンツィ金融では、「利率の上昇は負債残高の増加率を高めるので、正の現在価値が負に転ずることもありうる。」(Ibid., p. 28, 邦訳 55 頁)。すなわち、ポンツィ金融では、利率の上昇によって資産価値 (= 将来収益の割引現在価値) が負債残高を下回る可能性がある。
- (45) 「最初はヘッジ金融を行う主体でも、所得が低下するにつれて投機的金融、さらにポンツィ金融を行う主体にもなりうる。」(Minsky, *op. cit.*, p. 33, 邦訳 62 頁) という文章に見られるように、ミンスキーも、必ずしも明示的な形ではないが、利潤の実現条件の悪化をつうじて負債構造が脆弱化する可能性を指摘している。
- (46) 1920 年代の米国経済における負債構造のデータを分析し、ミンスキーの金融不安定性仮説の実証的妥当性を検証する試みとして、Isenberg (1994) がある。アイゼンバーグは、ミンスキーが用いた 1920 年代の米国経済のデータを見るかぎり、負債を最も著しく増加させたのは非金融企業部門ではなく家計部門であるので「ミンスキーが提出した少ない量のデータから見るかぎり、金融不安定性仮説は大恐慌と関連を持たない」が、「産業における負債による資金調達の量そのものから、信用関係の全体としての連関へと強調点を移す」ならば、金融不安定性仮説は大恐慌を説明するうえで「たいへん有用である」と主張する (Ibid., p. 204)。
- (47) 「ミンスキーのプロサイクリカルな負債比率 (procyclical leverage ra-

tio) は彼の金融脆弱性仮説の決定的に重要な側面でもある。」(Lavoie and Seccareccia (2001), p. 85.)

(48) *Ibid.*, p. 92.

(49) 現代経済の金融脆弱性にかんする野口真氏の次の指摘は、きわめて重要である。「金融脆弱性の問題の根源は、ユーフォリアそれ自体にあるのではなく、負債累積のリスクを甘く見る投資のユーフォリアを支えると同時にそれをやがては萎縮させてしまう資本蓄積と金融の構造のなかにある。」(野口 (2002), 165-6 頁)。

(50) シュトックハマーは、1980 年代以降の先進資本主義諸国で観察されてきた企業統治の変容(株主価値を重視する経営方針への転換, 成長よりも収益を重視する投資決定など)を「金融化 (financialization)」の概念でとらえ、「金融化が黄金時代以降の蓄積の停滞の原因になった」(Stockhammer (2000), p. 11) という仮説の検証を試みる。「非金融企業についての金利生活者の分け前 (rentiers share of non-financial businesses)」(*RSNF*) の指標として、(非金融部門の利子・配当支払額)÷(非金融企業部門の付加価値)が用いられる。非金融部門の資本ストックの増加率 (*ACCU*) を被説明変数、非金融企業部門の利潤分配率 (*PS*)、非金融部門の資本生産性を指標とする設備稼働率 (*CAPUT*)、(短期利子率×投資財価格指数÷1 人あたり労働費用) を指標とする資本コスト (*CC*)、および *RSNF* を説明変数として、投資関数 $ACCU=f(CAPUT, PS, CC, RSNF)$ が計測される。予想される符号条件は、 $f_{CAPUT}>0, f_{PS}>0, f_{CC}<0$, である (*Ibid.*, p. 12)。ドイツ (1963-90 年), フランス (1978-97 年), イギリス (1970-96 年), アメリカ (1963-97 年) について、自己回帰分布ラグモデル (autoregressive distributed lag model) によって投資関数が推計される。その結果、上記 4 カ国のうちアメリカについては、非金融企業部門の利子・配当支払額/付加価値の比率 (*RSNF*) が資本蓄積率 (*ACCU*) にたいして負の影響を持つことが報告されている (*Ibid.*, p. 29)。

(51) 1995 年以降の日本における金融機関の破綻事例と預金保険制度・整理回収銀行 (1999 年 4 月以降は整理回収機構) の機能拡充については、Ishikura (2000) にまとめてある。

参考文献

- Crotty, James (1985). "The Centrality of Money, Credit, and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory : An Interpretation of Marx's Methodology," in Stephen Resnick and Richard Wolff (eds.), *Rethinking Marxism : Struggles in Marxist Theory*, Autonomedia, pp. 45-81.
- Dutt, Amitava K. (1992). "Rentiers in Post Keynesian Models," in Philip Artestis and Victoria Chick, (eds.), *Recent Developments in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, p. 95-122.
- Dutt, Amitava K. and Edward J. Amadeo (1993), "A Post-Keynesian Theory of Growth, Interest and Money," in Mauro Baranzini and G. C. Harcourt (eds.), *The Dynamics of the Wealth of Nations : Growth, Distribution, and Structural Change : Essays in Honour of Luigi Pasinetti*, New York, St. Martin's Press, pp. 181-205.
- Dutt, Amitava K. (1995). "Internal finance and monopoly power in capitalist economies : a reformulation of Steindl's growth model," *Metroeconomica*, Vol. 46, No. 1, February, pp. 16-34.
- Dymski, Gary (1998). "Disembodied Risk or the Social Construction of Creditworthiness ? : An Inquiry into the New Keynesian Microfoundations," in Roy Rotheim (ed.), *New Keynesian Economics/Post Keynesian Alternatives*, Routledge, 1998, pp. 241-261.
- Fazzari, Steven M. (1999). "Minsky and the Mainstream : Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism ?," Working Paper, No. 278, The Jerome Levy Economics Institute.
- Foley, K. Duncan and Michl, R. Thomas (1999). *Growth and Distribution*, Harvard University Press.
- Godley, Wynne (1999). "Money and credit in a Keynesian model of income distribution," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 393-411.
- Isenberg, Dorene (1994). "Financial Fragility and the Great Depression : New Evidence on Credit Growth in the 1920s," in Gary Dymski and Robert Pollin (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics : Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Michigan University Press, pp.

201-229.

- 石倉雅男 (1998). 「資本蓄積と所得分配——利潤分配率と貯蓄・投資の関係——」『経済学研究』(一橋大学研究年報), 第 39 号, 149-205 頁.
- (2000). 「資本蓄積と金融——実現利潤の決定機構と利子率との関係——」『経済学研究』(一橋大学研究年報), 第 42 号, 221-265 頁.
- Ishikura, Masao (2000). "The Banking Crisis in Japan : Causes and Consequences," (paper prepared for Political Economy Workshop, University of Massachusetts, Amherst, on February 15, 2000.)
- 経済企画庁 (2000a). 『国民経済計算年報』, 大蔵省印刷局.
- (2000b). 「68SNA による民間企業資本ストック速報」(2000 年 9 月 11 日).
- King, John E. (1996). "Hyman Minsky : The Making of a Post Keynesian," in Steven Pressman (ed.), *Interactions in Political Economy : Malvern After Ten Years*, Routledge, pp. 61-73.
- Lavoie, Marc (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar.
- (1993). "A Post-Classical View of Money, Interest, Growth and Distribution," in Gary Mongiovi and Christof Rühl (eds.), *Macroeconomic Theory : diversity and convergence*, Edward Elgar, pp. 3-21.
- (1995). "Interest Rates in Post-Keynesian Models of Growth and Distribution," *Metroeconomica*, Vol. 46, No. 2, pp. 146-177.
- (1999). "Paradoxes," in Phillip Anthony O'Hara (ed.), *Encyclopedia of Political Economy*, Routledge, pp. 829-832.
- Lavoie, Marc and Godley, Wynne (2001). "Kaleckian models of growth in a coherent stock-flow monetary framework : a Kaldorian view," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 277-311.
- Lavoie, Marc and Seccareccia, Mario (2001). "Minsky's Financial Fragility Hypothesis : A Missing Macroeconomic Link ?," in Riccardo Bellofiore and Piero Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in The Capitalist Economy : The Economic Legacy of Hyman Minsky*, Volume II, Edward Elgar, pp. 76-96.
- Marglin, Stephen A. and Bhaduri, Amit (1990). "Profit Squeeze and Keynes-

- ian Theory," in Stephen A. Marglin and Juliet B. Schor (eds.), *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*, Clarendon Press. (磯谷明德・植村博恭・海老塚明監訳『資本主義の黄金時代』東洋経済新報社, 1993 年, 所収.)
- Minsky, Hyman (1975). *John Maynard Keynes*, Columbia University Press. (堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波書店, 1988 年.)
- (1982). *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe. (岩佐代市訳『投資と金融——資本主義経済の不安定性——』日本経済評論社, 1988 年.)
- (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野紀・浅田統一郎・内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989 年.)
- 内閣府経済社会総合研究所 (2001a). 『国民経済計算年報』, 財務省印刷局.
- (2001b). 「民間企業資本ストック速報」(2001 年 9 月 7 日, [www. esri. cao. go. jp](http://www.esri.cao.go.jp)).
- (2001c). 「平成 12 年度国民経済計算 (93SNA) 確報」(2001 年 12 月 25 日, 同).
- Nasica, Eric (2000). *Finance, investment and economic fluctuations: an analysis in the tradition of Hyman P. Minsky*, translated by Cecile Dangel, Edward Elgar.
- 日本銀行 (2001). 『2001 主要経済・金融データ CD-ROM』, ときわ総合サービス.
- 野口 真 (2002) 「金融脆弱性の理論から金融危機の病因学へ」『専修経済学論集』第 36 巻第 3 号.
- Onaran, Özlem and Yentürk, Nurhan (2001). "Do Low Wages Stimulate Investment? An analysis of the relationship between distribution and investment in Turkish private manufacturing industry," *International Review of Applied Economics*, Vol. 15, No. 4, pp. 359-374.
- 大瀧雅之 (2000). 「『バランスシート調整』とモラル・ハザード——負債による規律づけの重要性——」, 吉川洋・通商産業研究所『マクロ経済政策の課題と争点』, 東洋経済新報社, 2000 年, 215-226 頁, 所収.
- Rowthorn, Robert (1982). "Demand, Real Wages and Economic Growth,"

- Studi Economici*, Vol. 18, p. 3-54. (横川信治・野口真・植村博恭訳『構造変化と資本主義経済の調整』学文社, 1994年, 所収.)
- Steindl, Joseph (1952). *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford, Basil Blackwell. (宮崎義一・笹原昭五・鮎沢成男訳『アメリカ資本主義の成熟と停滞』日本評論社, 1962年.)
- Stockhammer, Engelbert (2000). "Financialization and the Slowdown of Accumulation," Vienna University of Economics and Business and Administration, Working Paper No. 14, November 2000.
- 植村博恭・磯谷明德・海老塚明 (1999). 『社会経済システムの制度分析——マルクスとケインズを超えて——』名古屋大学出版会.

(2002年4月30日 受領)