

第3章 アジア経済のグローバル化と経済変動 - 流動性の相互保有が与える影響 -

著者	柳川 範之
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	536
雑誌名	金融グローバル化と途上国
ページ	71-86
発行年	2004
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00012086

第3章

アジア経済のグローバル化と経済変動

——流動性の相互保有が与える影響——

柳川 範之

はじめに

グローバル化の進展によって、経済の相互関連性、とくに経済危機の伝播にはどのような影響があるのだろうか。本章では、このような問題意識のもと、各国が相互に流動性を保有しあう状況が、それぞれの国の経済活動にどのような相互作用をもたらし、それが経済危機の発生と伝播にどのような影響があるかを検討する。1997年のアジア危機以降、その発生メカニズムに関しては、さまざまな分析がなされているが、その多くは、アジア各国を資本の受入国として捉え外貨不足や資本流出と経済危機の関連を論じている。しかし、実際にはアジア各国はそれぞれ短期資金を融通しあっており、相互に資本提供も活発に行われていた。本章ではこの資金提供の側面に焦点をあて、アジア危機を相互に流動性を保有していた国同士で生じた経済変動の問題として捉え、経済危機の発生と伝播のメカニズムを理論的に議論していくことにする。

近年、アジア危機の問題を流動性の問題として結びつけている論文がいくつか書かれており、Chang and Velasco [1998a] [1998b], Diamond and Rajan [2001] などの研究がある⁽¹⁾。しかしこれらの研究は、アジア諸国への資本

流入の側面や外貨保有の側面に焦点をあてて主に分析が行われている。確かに資本受け入れの側面は、アジア諸国の経済問題や経済危機の発生を理解するうえでは重要なポイントであり、これらの研究の貢献は大きい。けれども、アジア諸国が短期資本を他のアジア諸国を中心として、資金を融通しあっていたという側面も無視することはできない。例えば、アジア諸国の経済活動において重要な役割を果たしているのは華僑資本であるが、華僑資本は、アジア諸国に対して複雑な資金配分を行っている場合が多く、他国の株式や企業に対して資金提供している場合も少なくない。また、東南アジア各国の金融機関は、自国だけでなく他の東南アジア諸国の企業に対しても、かなりの貸出を行っている。Daiwa Institute of Research [1998] によれば、1997年12月決算時点において、シンガポール地場大手4行のアジア向け債権残高の合計は344億シンガポールドルにも達していた。これらの点から考えると、アジア諸国の資金の提供者としての側面、そして相互に資金とくに短期資金を融通しあっていたという状況を考慮していくことはアジア全体の経済危機や経済変動の問題を考えるうえでは非常に重要な点であろう。

そこで本章では、この点を明示的に取り入れて理論的検討を行う。問題を厳密に理論的に考察するために、企業の流動性需要がマクロ経済の景気変動を生み出すメカニズムを、柳川 [2002] の概要に基づいて検討する。Holmström and Tirole [2001] は、企業の流動性需要と流動性不足が生じた場合の経済への影響を明らかにした。柳川 [2002] では、この点を発展させて、企業の流動性保有が経済変動およびサイクルを生み出す構造をもっていることを明らかにしている。

その際重要な役割を果たすのが、企業の過剰流動性保有の可能性である。より細かくいえば、景気拡大が企業の保有する流動性資産の過剰を招き、それが結果的には景気を大きく後退させる現象である。1980年代後半、多くの日本企業は、「金余り現象」と呼ばれ、かなりの余剰資金を抱えていた。この点がその後の日本経済の景気低迷に大きく関係してきたと考えられる。同様のことは1980年代のアジア諸国においても、かなりみられたと考えられる。

景気の拡大によって、企業は流動性資産をかなり保有し、あとからみると無駄と思われるような投資行動を行っていた。この点がアジア経済の景気変動を理解するうえではひとつのポイントになると考えられる。しかし、企業が保有する流動性と景気変動の関係は、今まで十分に分析が行われてきたとはいえない。そこで本章では、Holmström and Tirole [2001]、柳川 [2002] の枠組みを用いて、流動性保有と景気変動の関係を明らかにする。

景気が良くなって業績が拡大し、株価が上昇すると、それが企業の保有する流動性資産の価値を上昇させ、企業の手元流動性を増大させる。企業の流動性保有増大は、資金市場の不完全性から生じる問題を軽減させることができ、設備投資を容易にするなどのメリットがある。そのため、設備投資が拡大し、さらに景気が上昇するという良循環が生じる。しかし、流動性を企業が抱えすぎることには、マイナスの側面もある。それは、流動性を多く保有していると経営者の自由度が高まりすぎて、経営の規律が失われるという点である。

この点はファイナンス理論では、以前から主張されてきた問題点であり、Jensen [1986] が唱えたフリーキャッシュフロー仮説がその代表例である。ジェンセンは、企業が過剰なキャッシュつまり流動性を保有していると、経営者が自由に使える資金が増大するため、エージェンシーコストがそこに発生し企業価値を低下させる可能性があるとした。ただし、彼の議論は景気循環ではなく企業金融に関するものである。負債を発行して利払いができないと破綻する仕組みにしておくことにより、フリーキャッシュを減らすことができ業績が改善するとして、負債発行のメリットを説明した。

それに対して本章では、マクロ的な経済変動への影響に注目する。企業が過剰に流動性を保有することにより、業績にプラスにならないような投資を行うことができるようになり、それが経済に影響を与える⁽²⁾。過剰流動性問題の裏側にあるのは、経営者の行動を株主は完全には観察・コントロールすることができないという、投資家と経営者の間の、情報の非対称性の問題である。もしも、情報の非対称性の問題がなく投資家が完全に経営者の活動を

コントロールできるならば、そのような非効率的な投資は実行不可能なはずだからである。しかし、現実には、情報の非対称性は存在し、経営者には自分の都合のよい意思決定や投資を行う余地がある。また、日本企業が金余りと呼ばれた時期に、結果的にみれば不必要だった投資などを多数行っていることからみても、この点は現実的な状況だろう。

その結果、過剰な流動性を保有している企業は効率性が低下し、業績を悪化させることになる。この点が今まで上昇してきた景気が、急に悪化していく原因となる。それまで景気が良かったことそれ自体が、流動性を増加させ、結果的に景気を悪化させる主要因になるのである。さらに業績の悪化は株価の低下を生じさせ、その株式を流動性資産として保有していた企業の手元流動性を低下させることとなる。その結果場合によっては流動性保有不足となるため、必要な投資を実行できなくなり、さらなる景気悪化を招くという構造である。

経済のグローバル化との関連で興味深いのは他国の金融資産を流動性資産として保有している場合、他国の金融資産の価値変動が上記のプロセスを通じて自国の企業行動に影響を与えるという点である。そのため、実は他国の金融市場のブームが自国の経済に悪影響を与えたり、他国の経済危機が流動性不足という形で、自国に危機が波及したりする可能性がある。

企業の資金制約が何らかの景気変動の原因になっているという論文は今までにもいくつか存在する。代表的な論文としては、Bernanke and Gertler [1989]、Kiyotaki and Moore [1997]などがあげられる。これらの論文は企業の借入制約の問題を扱っており、それが外生的なショックを拡大したり、GDPがサイクルを描いたりする可能性を明らかにしている。しかし、これらの論文は企業の流動性保有の問題を議論したのではなく、流動性がどう景気変動に左右するのかを明らかにしたものではない。また、議論の対象は主に、資産および所得の増大が、資金制約を改善してそれがさらなる景気拡大を招く点におかれている。それに対して、Matsuyama [2001]は、所得の増大が「悪い投資」(bad investment)を増大させることが景気のサイクルを

発生させる原因としており、この点では本章が問題にしている過剰流動性が非効率的な投資を招くというロジックに似た構造をもっている。しかしながら、Matsuyama [2001] でも、やはり議論のポイントは流動性の増大ではなく、所得の増大である。

第1節 モデルの概要⁽³⁾

ここでは景気変動を生み出す構造を簡単に説明するため、単純な世代重複モデル (overlapping generations model) を考える。また、この節では、一国の閉鎖経済モデルに焦点をあてて議論する。各世代の企業は2期間・3時点だけ生きるものとする。 t 時点で生まれた世代は t 時点で投資を行い、 $t+2$ 時点で投資収益が実現する。投資に必要な資金は1とし、実現する投資収益は V とする。そしてHolmström and Tirole [2001] と同様に、 $t+1$ 時点で流動性ショックが発生する可能性があり、ショックが発生すると追加投資が必要になると仮定する。流動性ショックが発生する確率は s とし、必要追加投資額は f とする。この追加投資は実現しないと第2期末に得られる収益がゼロになってしまうものとし、追加投資を実現できれば予定どおり収益 V が実現する。資金調達契約は一般的な契約を考えるが、説明の簡単化のため発行証券を株式と呼ぶことにする。

ただし、この収益については契約の不完備性があるものと仮定し、投資家が得られる収益は最大で $\theta V (0 < \theta < 1)$ とする。これは全体の収益のうちで、 θV だけしか立証可能ではないため、実質的に投資家が確保できる金額が θV のみであることを示している。この点は最近のマクロ経済理論において比較的良好に使われている仮定である⁽⁴⁾。重要な点は追加支出の額と投資家が確保できる収益との関係である。以下では

$$V > f > \theta V \quad \dots\dots(1)$$

と仮定する。この仮定により、追加投資が必要になった段階ではそのための資金を調達することは不可能である。なぜならば、(追加投資に応じようと思っている)投資家が期待できる収益は最大で θV なのに対して、必要な資金額はそれよりも大きい f だからである。そのため企業側からすれば、この流動性ショックに備えて、何らかの手当てをする必要が生じる。以下では、その備えとして流動性資産をショックが起きる前に確保しておくことを考える。

企業は第1期初めに必要な投資額1だけでなく流動性資産保有のための資金 f も加えて $(1+f)$ を調達する。この流動性保有については、保有自体については立証可能性があり、ショックが生じなかった場合には全額投資家に返済されるものとする。ただし、ショックが生じた場合にはその用途については契約でコントロールすることはできないと仮定する。

たとえ条件の(1)式が満たされていて、流動性ショックがおきた段階では借入が不可能でも、このような借入は可能である。それは流動性資産を保有する段階では、流動性ショックが生じてそれが使われる確率はたかだか s にすぎないからである。より厳密には以下の条件式が満たされていればよい。

$$1+f < \theta V + (1-s)f \quad \dots\dots(2)$$

この条件が満たされていれば、当初資金を提供する投資家からすれば、流動性ショックが生じる可能性があっても十分収益性の高い投資である。 f がかなり大きいものであっても、 s が大きければ(1)式と(2)式がともに成立する。以下ではこれらの条件が満たされているものとして議論を進める。

さらに以下では、流動性ショックが起こった段階で、経営者にはもうひとつの投資を行うオプションがあり、この投資を行うと全体の収益は変化しないものの、経営者の効用を高めると同時に θ を $\alpha\theta$ ($0 < \alpha < 1$)に低下させる機能があるものとする。現実にも、資金に余裕がある場合に経営者が、業績にあまり貢献しない(場合によってはマイナスになるような)投資を、自身の利益のために行うことがしばしばある。この投資はこのような可能性を考慮して導入したものである。日本では、いわゆるバブルと呼ばれた1980年代に、

このような「金余り投資」が比較的行われたといわれることから、以下ではこの投資を「バブル投資」と呼ぶことにしよう。

このバブル投資のために必要な支出は g とする。ただし、流動性ショックがないときに、この投資を行うと、投資家に不必要な投資が行われたことが発覚してしまうため、バブル投資は流動性ショックが起きたときのみ実行可能と仮定する。また、追加投資は経営者にとっても必要なもので、それがないと利潤がゼロになってしまうので、追加投資を行わずにバブル投資を行うことはない。以下では、このバブル投資の実行を防ぐことができるか、できないとすればどのような経済変動がそれによってもたらされるかを検討していくことになる。

最後に、資金の供給主体である投資家は、Holmström and Tirole [2001] と同じく

$$U = c_1 + c_2 + c_3 + \dots \quad \dots\dots(3)$$

というきわめて単純な効用関数をもっており、したがって市場利子率はゼロで均衡しているとする。

追加投資およびバブル投資が実行できるかどうかは、流動性資産の保有額 L に依存している。この点を考慮して、流動性資産保有額 L と投資家の得られる最終収益の関係をまとめると以下のようなになる。

$L < f$ ならば、	$v^* = \theta V + L$	確率	$1 - s$
	$v_1 = 0$	確率	s
$f \leq L < f + g$ ならば、	$v^* = \theta V + L$	確率	$1 - s$
	$v_2 = \theta V$	確率	s
$f + g \leq L$ ならば、	$v^* = \theta V + L$	確率	$1 - s$
	$v_3 = \alpha \theta V$	確率	s

このように、流動性資産保有については最適所有の範囲があり、企業収益を拡大させるためには、その範囲に保有を合わせる必要がある、しかし、流動性資産について価格変動が生じる場合には、この最適範囲に流動性資産を一定にさせておくことが困難になる。この点が過剰流動性保有を生じさせ、サイクルを生じさせる原因となる。

ここではすべての企業が対称的な状況を考えているため、株式を保有する場合には、すべての企業の株式を保有するほうが望ましい。したがって、ひとつ前の世代のファンドを流動性資産として保有する。

重要なポイントは、株式の購入後に前世代の流動性ショックが発生する点である。つまり、購入後に保有している株式の価値が変動し、流動性保有額に変化が生じる。そのため、企業側としては、この変化を予測しつつ流動性資産を保有することになるが、先に述べたように前世代の企業価値は流動性ショックに対応して変動するため、その変動の影響は、流動性の変動という形で自分が流動性ショックに直面する際に受けることになる。

第2節 多国モデル

以上の基本的モデルを踏まえて、多国モデルを考えていくことにしよう。ここでは N 国が存在するものとする。また、以下ではこれらの N 国間で行われている資本取引の影響に焦点を絞って議論することにしよう。これは、資本取引の相互関係が、各国間のマクロ変動に影響を与えることを明らかにするためである。

より具体的には、各国の株式を保有することで流動性資産 L の保有を行っている状況を考える。このように各国の流動性資産を保有する理由は、それによってリスクの分散が図れるからである。しかし、現実には N の数はそれほど大きいものではなく、また世界全体に影響するようなマクロショックが生じる可能性もあるため、たとえリスク分散目的で、各国株式に分散投

資を行っても、流動性資産 L の価格変動リスクを完全にゼロにすることはできないものとする。そのため、保有流動性資産額が変動するリスクが生じることになる。

議論を単純にするために、どの国に属している企業もすべて前節で述べたような費用構造に直面しているとしよう。ある企業が保有する流動性資産 L は各国企業株式の合計 $\sum_j L_j$ である。ここで L_j は一企業が保有する j 国企業の株式総額である。よって、それぞれの企業が、 N 国すべての（一世代前の）企業に投資する投資ファンドを流動性資産として保有しているという解釈も可能である。

この場合、どこかの国の株式価格に変動があると、それが他国企業の流動性保有を変動させることになる。さらに興味深いことに、株価が低下した場合だけではなく、上昇した場合にも、他国の流動性保有の変化を通じて、他国経済にマイナスの影響を及ぼす可能性があることである。この点を以下で詳しく検討していくことにしよう。

今、仮に j 国経済が（上で述べた流動性ショックとは異なる）予期しないショックに見舞われ、株価が大きく低下したとしよう。その結果、流動性資産の一部に j 国の株式を保有している他の国々は、保有流動性資産額を低下させることになる。したがって、もしもその結果、流動性保有額 L が f を下回ってしまうと、各国は流動性ショックに対応できなくなってしまう⁽⁵⁾。それらの企業は、先に述べたように企業価値がゼロになり $v_1=0$ となってしまう。これが、まず第1の波及効果である。

予期しないショックの影響はこの点だけにとどまらない。流動性ショックに対応できず、企業価値がゼロになったことにより、それらの企業の株式を流動性資産として保有していた企業も、流動性資産額を低下させることになる。そして、やはり流動性ショックが生じた場合には、それに対応できず資産価値をゼロにしてしまう。したがって、一時的に起こった一国だけの予期しないショックであっても、それが流動性資産保有額の変動という形を通して、他の国々にしかも長期間にわたって経済の停滞をもたらす可能性がある。

また、予期しないショックは上記のように株価の低下を招くものである必要もない。仮に予期しない株価の上昇であっても、他の国々の経済にマイナスの影響をもたらす可能性がある。それは、株価の上昇が他国企業の過剰流動性資産保有をもたらすからである。過剰保有は前節で述べたように「バブル投資」を誘発してしまう。そのため流動性ショックが生じた場合に株価を、 $v_3 = a\theta V$ まで低下させてしまう。そして、この株価の下落は、今度は他の国々の流動性資産不足となって経済に影響を与えることになる。したがって、予期しないショックが経済にプラスのものだったとしても、他の国々はそれによって、長期にわたる経済の停滞を経験する可能性がある。

以下ではこの点をもう少しフォーマルに説明してみよう。流動性保有については、本来は各世代がそれぞれの状況に応じて、保有量を決めるのが適切と考えられるが、ここでは説明の単純化のため、すべての世代が k ($0 < k < 1$) だけ前世代の株式ファンドを保有するものとしよう。 t 世代の発行した株式ファンドの価値を p_t で表すことにしよう。何らかの外生的なショックにより、ある国の株価が変動すると、この値が変化することになる。すると、 $(t+1)$ 世代の流動性保有価値は kp_t で表されるが、これが変動することになる。それらは

$$\begin{array}{lll} kp_t < f \text{ ならば,} & v^* = \theta V + L & \text{確率 } 1-s \\ & v_1 = 0 & \text{確率 } s \end{array}$$

$$\begin{array}{lll} f \leq kp_t < f+g \text{ ならば,} & v^* = \theta V + L & \text{確率 } 1-s \\ & v_2 = \theta V & \text{確率 } s \end{array}$$

$$\begin{array}{lll} f+g \leq kp_t \text{ ならば,} & v^* = \theta V + L & \text{確率 } 1-s \\ & v_3 = a\theta V & \text{確率 } s \end{array}$$

である。さらにここでは説明の単純化のために、流動性ショックは各国で共通に発生して、それはまたマクロ的なショックだとしよう。つまり、全世界において確率 s で流動性ショックが発生するものとしよう。その場合、 $(t+$

1) 世代で流動性ショックが発生したとすると、 $(t+1)$ 世代の企業価値合計、つまり $(t+1)$ 世代が発行した株式ファンドの価値 p_{t+1} は、流動性ショックが発生した場合

$$kp_t < f \text{ ならば, } p_{t+1} = 0$$

$$f \leq kp_t < f + g \text{ ならば, } p_{t+1} = \theta V$$

$$f + g \leq kp_t \text{ ならば, } p_{t+1} = \alpha \theta V$$

となる。よって、例えばある国で起こった予期しないショックが、 p_t を引き下げて $kp_t < f$ となった場合、世界全体が流動性ショックに対応できない状態となり、 $p_{t+1} = 0$ となる。これは当然、 $kp_{t+1} < f$ を生じさせるため、世界全体の流動性不足は解消されず、流動性ショックが続いて起こるかぎり、世界全体の停滞が続くことになる。

また予期しないショックが p_t を引き上げた場合でも、 $f + g \leq kp_t$ の状態を発生させた場合には、世界全体でバブル投資を誘発し、 $p_{t+1} = \alpha \theta V$ となる。そして、 $kp_{t+1} = \alpha \theta V < f$ が成立している場合には、この $(t+1)$ 世代のバブル投資による株価の低下がそれ以降の各国の生産性に大きな影響をもたらすことになる。なぜならばそれが、 $(t+2)$ 世代の流動性不足を発生させるからである。その結果、 $p_{t+2} = 0$ となり、それ以降、やはり経済全体は流動性不足から生じる停滞を経験することになる。

ただし、厳密には以上の結論は、ファンドの保有割合 k が世代を通じて一定だという前提に依存している。ファンドの価格が変化することを前提にすれば、保有割合のほうもそれに合わせて変動させて調整することも考えられる。しかし、このように流動性保有を調節した場合、流動性保有に関して柔軟性が失われる可能性がある。例えば、過剰流動性が発生しないように、流動性保有を少なく調整しておいたとしよう。このようにぎりぎりの流動性保有をしている場合、先に述べたように外生的なショックが起こって、流動性が必要になった場合でも十分な対応ができない。そのため、やはり結果とし

ては、企業価値を落ち込ませてしまう可能性がある。

また、たとえ予期しないショックが発生しなかったとしても、先に述べたように最適な流動性保有の範囲に、予期された価格変動が収まらない可能性が存在する。そのため、予期しないショックが発生しなかったとしても、世界全体にマクロショックが波及していく可能性が存在する⁽⁶⁾。

第3節 アジア危機への示唆

他国の金融資産を保有した場合に生じる重要な点は、他国の金融資産価格の変動が企業の流動性保有レベルに大きな影響を与えることである。したがって、他の面での相互関連性がなかったとしても、この点を通じて、各国の経済状況が相互に関連性をもつことになる。もちろん、自国の金融資産（上記のモデルでいえば自国の株式価格）の変動も当然企業の流動性保有レベルに影響を与える。しかし、資本取引が自由に行われるようになった状況においては、各企業の流動性資産の選択において他国の金融資産が含まれるようになり、それが結果として他国の経済状況と関連性をもつことになる。

この点は、冒頭で述べたように、アジア経済のグローバル化の一面を強く表しているように思われる。アジア諸国においてはもちろん貿易を通じた相互関連性も高いが、相互に金融資産をさまざまなルートを通して保有しあっている状況はアジア経済のグローバル化進展のひとつの側面を表しているといえるだろう。

重要かつ興味深いのは、他国の金融市場の価格変動が、複雑な影響を与えるという点である。先にみたように流動性保有にとって重要な点は、適切な保有レベルを維持することである。それが過大になっても過小になっても、企業活動ひいてはその国の株式市場にマイナスの影響を与える。したがって、他国の金融市場の価格変動は、たとえそれが価格の上昇であっても、流動性の過大保有を招き企業の収益を押し下げてしまう。

この点は、なぜ景気が拡大しブームであった国が突然、経済状況を悪化させるのかという問いに対して、ひとつの回答を与えているように思われる。もちろん、現実のアジア危機の発生がこの理由に基づくものかどうかは、より詳細な実証分析が必要であるが、グローバル化が進んだ世界においてはこのようなメカニズムが働く可能性があることは重要なポイントと思われる。

現実のアジア経済の動きを理解するうえで上記の議論が重要と思われるもうひとつの点は、経済危機の波及プロセスが説明されている点である。一国で経済状況が大きく悪化し危機が発生すると、その国の金融資産を流動性資産として保有していた企業は、流動性保有価値を大きく低下させる。これは企業が必要な追加投資などを実行できなくするという点で企業収益に対してマイナスのインパクトをもつ。国内の多くの企業がこのような流動性不足に陥ると、それは結果的に各国の景気を後退させ、場合によっては危機が発生する。つまり危機の連鎖が生じる。ここで、重要な点は、国際間では直接的な相互依存関係は仮定されていないという点である。例えば、一国の経済が危機に陥るとその国に対する輸出に頼っていた国は、大きな困難に直面し危機の連鎖が生じる可能性はある。しかし、ここでの分析ではそのような実態面での相互依存関係は仮定されていない。にもかかわらず、資本取引が活発に行われ、相互に流動性を供給しあっている状況においては、危機の連鎖が生じることがここでは示されている。

第4節 司法制度整備の重要性

以上のグローバル化に伴う危機の連鎖のメカニズムは基本的にはアジア諸国間だけでなく、他の国々の間でも生じうる問題である。その意味ではここでの検討は普遍性をもつ問題といえるだろう。しかしながら、アジア経済の経験を通して学ぶことのできる重要なインプリケーションのひとつは、司法制度整備の重要性という点であろう。上記のモデルの重要な仮定のひとつは、

投資収益のすべてが立証可能ではなく、そのため投資家は収益の一部しか自分の手元に還元されるものと期待できない点であった。この仮定が存在するために、ショックの発生に備えて流動性を企業が保有しておく必要性が生じたのである。したがって、投資収益の立証可能性が低くなればなるほど、流動性保有の重要性は高くなる。あるいは言い方を変えれば、立証可能性が低くなればなるほど、流動性不足がより深刻な問題として浮かび上がってくる。

投資収益の一部が立証不可能になる理由については、さまざまな理由が考えられるが、やはり一番大きな理由は司法制度の限界ということになるだろう。どこまで立証可能になるかは、警察機構まで含めた広い意味での司法制度がどこまで充実しているかによって大きく変わってくるからである。例えば制度が充実していないために、借入を返済しなくても住居を移転させるだけでペナルティが生じない場合や、計画倒産に対するペナルティが低いような状況においては、投資収益の立証可能性は相当低くなり、投資家は十分な返済が期待できないだろう。よって、司法制度の充実は流動性保有の問題がどれだけ重要になるかにとって大きな要因であることがわかる。

この点をモデルに即して確認しておくことにしよう。上記のモデルにおいては、立証不可能性の程度はパラメーター θ で表されていた。司法制度の充実は、この θ を上昇させるものと考えることができる。 θ が上昇することによってまず変化することは、追加投資のために流動性資産を保有する必要性がなくなる可能性が生じることである。(1)式から明らかのように、 θ が上昇して θV が f より大きくなると、流動性資産を保有していなくても追加投資が実行できるようになる。したがって、流動性資産に対する需要は生じなくなり、その結果、流動性資産価格が変動しても投資量や生産性に影響が生じなくなる。つまり、上で述べたような流動性資産価格の変動を通じた景気変動の国際間の連鎖も生じなくてすむようになる。

また、たとえ流動性資産を保有する必要性が生じたとしても、流動性不足から生じる資産価格変動を小さくできるというメリットも発生する。第2節で説明したように、過剰な流動性保有により、バブル投資が実行されてしまっ

た場合の企業収益（イコール株価）は $a\theta V$ であり、これは θ の上昇によって大きくなる。つまり司法制度の充実によって、バブル投資から生じる資産価格の低下を小さく食い止めることができるようになる。よって、その資産価格低下から生じる流動性不足の可能性を、次世代の企業は小さくすることができ、結果として経済変動および国際的な景気変動の連鎖を、この面でも小さくすることができる。

言い方を変えると、上記の分析結果は、未成熟な司法制度のもとで経済のグローバル化や資本取引の自由化を進めることの問題点をあぶり出しているといえるだろう。司法制度が未成熟な段階でグローバル化を推し進めると、上記のように流動性不足を通じた経済危機の連鎖が生じる可能性が高くなるのである。経済のグローバル化の流れをとめることは、難しい。だとすれば、今後発展途上国にとって重要なことは、司法制度などのインフラを改善し、投資収益の立証可能性を高めていくことであろう。

〔注〕 _____

- (1) これらの文献などのサーベイについては広瀬・豊福 [2002] を参照のこと。
- (2) Yanagawa [2001] も、過剰流動性の問題を扱っている。が、この論文は主に企業の投資への影響に議論の重点がおかれている。
- (3) ここでのモデルは柳川 [2002] に基づいている。
- (4) 例えば、Kiyotaki and Moore [1997] や Matsuyama [2001] を参照のこと。
- (5) 前節で述べたように、この段階では流動性資産の補充はできない。
- (6) この点に関しての詳細は柳川 [2002] を参照のこと。

〔参考文献〕

- 広瀬純夫・豊福建太 [2002] 「企業の流動性保有行動とマクロ経済への影響」（齊藤誠・柳川範之編『流動性の経済学』東洋経済新報社）。
- 柳川範之 [2002] 「流動性とマクロ経済変動」（齊藤誠・柳川範之編『流動性の経済学』東洋経済新報社）。
- Daiwa Institute of Research [1998] 『シンガポール・クォーターリー』。

- Bernanke, B. and M. Gertler [1989] "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, 79, pp. 14-31.
- Chang, R. and A. Velasco [1998a] "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model," NBER Working Paper No. 6606.
- and — [1998b] "The Asian Liquidity Crisis," NBER Working Paper No. 6796.
- Diamond, D. W. and R. Rajan [2001] "Banks, Short Term Debt, and Financial Crises: Theory, Policy Implications, and Applications," forthcoming, *Carnegie-Rochester Conference Public Policy*, 54.
- Holmström, B. and J. Tirole [2001] "LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model," *Journal of Finance*, 56 (5), pp. 1837-1867.
- Jensen, M. [1986] "Agency Cost for Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Takeovers," *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Kiyotaki, N. and J. Moore [1997] "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, 105, pp. 211-248.
- Matsuyama, K. [2001] "Good and Bad Investment: An Inquiry into the Causes of Credit Cycles," mimeo.
- Saito, M., S. Shiratsuka, T. Watanabe and N. Yanagawa [2001] "Liquidity Demand and Asset Pricing: Evidence from the Periodical Settlement in Japan," mimeo.
- Yanagawa, N. [1999] "Liquidity Demand of Corporate Sector and Soft Budget Constraint," ITME Discussion Paper No. 13.
- [2001] "Liquidity Demand of Corporate Sector and Soft Budget Constraint," in H. Osano and T. Tachibanaki eds., *Capital Markets, Banking and Corporate Governance*, London: Macmillan.
- [2002] "Liquidity Cycles," mimeo.