

資本の運動と 金融市場の安定性・不安定性

高 橋 勉

はじめに

第 1 節 貨幣調達における資本の行動原理

第 2 節 金融市場における貨幣供給

第 3 節 金融市場の安定性と不安定性

ま と め

はじめに

貨幣資本は、資本の運動における最初の形態である¹⁾。つまり、資本は、貨幣なくしては運動を開始することができない。そして、そのような貨幣が取引される市場が金融市場であり、資本は、金融市場を通じて貨幣を調達する。その意味で、金融市場は、資本が自身の運動の中で最初に直面する市場である。では、貨幣を調達するという資本の行動は、金融市場に対し、どのように作用するのであるか。また、逆に、金融市場の需給調節メカニズムは、資本の運動に対し、どのように作用するのであるか。このような観点から、本稿では、資本の運動と金融市場との相互作用について明らかにする。具体的には、本章の課題は以下の三点である。第一に、資本が貨幣を調達する際の基本的な行動原理を明らかにする。これは金融市場における貨幣需要の分析である。第二に、資本による剰余価値生産と銀行による銀行券や預金通貨の発行との関係を明らかにする。これは金融市場における貨幣供給

の分析である。第三に、金融市場における需給均衡の基準と需給調節メカニズムについて考察し、資本の運動と金融市場の需給調節メカニズムの相互作用によって、金融市場には安定性と不安定性という二つの性質が存在することについて明らかにする。

なお、ここでは簡略化のために以下のように仮定する。第一に、貨幣は、不換制のもとでの信用貨幣であり、銀行券と預金通貨で構成されている。第二に、金融市場では、銀行を媒介にした貨幣の取り扱い（預金、借入、振替による支払と返済）のみが行われる²⁾。第三に、経済主体の元に還流したすべての貨幣は銀行に預金され、また、貸付や支払は、すべて預金通貨によって行われる。第四に、労働者は貯蓄を行わず、賃金を超えた消費も行わない。

このように、本稿での貨幣は単に「貨幣片」を意味するわけではない。すなわち、本稿において金融市場における貨幣の需給関係を考察する場合、それは中央銀行によって供給される「貨幣片」の需給関係ではなく、貸付可能な資金＝貸付資本全体の需給関係（貸付資金市場³⁾）を対象としているのである。

〈記号一覧〉

K : (総)資本, $K = K_E + K_B$

K_E : 自己資本

K_B : 他人資本

e : 自己資本比率, $e = \frac{K_E}{K}$

M : 剰余価値

i : 利 子 率⁴⁾

r : 総資本利潤率, $r = \frac{\Pi}{K}$

r_E : 自己資本利潤率, $r_E = \frac{\Pi - i \cdot K_B}{K_E}$

※ Δ はそれぞれの増加分を示す。また、右下の()内は期を表すが、議論の中で必要ない場合には省略する。

第1節 貨幣調達における資本の行動原理

本節では、資本がどのような行動原理のもとで金融市場から貨幣を調達しようとするのかについて考察する。すなわち、資本による貨幣需要についての分析である。

さて、資本が金融市場から貨幣を調達する場合、その貨幣は、返済義務のない自己資本と返済義務のある他人資本（負債）とに分類することができる。図1は、2001年度の非金融法人企業の貸借対照表であるが、これを見ると、総資本約1243兆円のうち、自己資本は約313兆円、他人資本は約929兆円となっており、総資本に占める自己資本の割合（自己資本比率）は、約25.2%である。資本は、自己資本のみではなく、その3倍の他人資本も利用することによって蓄積の限界を突破し、より大きな自己増殖を試みているのである。

図1 2001年度 非金融法人企業の貸借対照表（億円）

資 産 の 部		負 債 の 部	
流動資産	5,482,963	流動負債	5,091,108
固定資産	6,896,937	固定負債	4,202,878
		負債の部 合計	9,293,986
		資 本 の 部	
		特別法上の準備金	2,314
		資本金	858,397
		資本準備金	511,465
		利益準備金	89,624
		その他の剰余金	1,675,313
		資本の部 合計	3,134,800
資産の部 合計	12,431,100	負債・資本の部 合計	12,431,100

（注）『経済統計年鑑2003』（東洋経済新報社）より作成

では、資本は、どのようにして、自己資本として貨幣を調達すべきか、あるいは、他人資本として貨幣を調達すべきか、という判断を行っているのであろうか。すなわち、資本は、どのような行動原理に基づいて、自己資本比率を決定しているのであろうか。

資本の目的は自己増殖であるから、自己資本比率の決定原理も、資本の自己増殖の観点から考えられなければならない。資本はより大きな自己増殖が可能となるように自己資本比率を決定するはずである。

ところで、資本が他人資本を利用して自己増殖を行う場合、その自己増殖とは、総資本の増殖であろうか、それとも、自己資本の増殖であろうか。資本が他人資本を利用しないという仮定のもとでは、総資本＝自己資本であったため、この問題は生じなかった。しかし、本稿において、資本は他人資本を利用して自己増殖を行うのであるから、総資本 \neq 自己資本であり、この問題を明確にしておかなければならない。

例えば、自己資本5億円だけで構成される資本A、資本Bという二つの資本があったとする。10年後に、資本Aは自己資本10億円と他人資本10億円の合計20億円で構成され、資本Bは自己資本15億円だけで構成されていたとする。このとき、資本Aと資本Bとでは、どちらが自己増殖の程度が大きいかと考えるべきであろうか。

他の条件が等しい限り、明らかに資本Bであろう。というのも、資本Aは総資本では資本Bを上回っているものの、10億円は他人資本で構成されているのであり、いずれは返済しなければならないからである。逆に言えば、資本Bが資本Aと同じ割合で借入れを行えば、15億円借り入れることも可能であり、総資本でも上回ることができるのである。

したがって、資本の増殖とは自己資本の増殖であることが確認できる。資本が他人資本を利用して自己増殖を行う場合、資本の自己増殖とは自己資本の増殖である。

そして、このような自己資本の増殖度を的確に示す指標は、総資本利潤率

ではなく、自己資本利潤率である。前者は利潤を総資本で除したものであり、後者は利潤から利子を差し引いたもの、すなわち企業者利得を自己資本で除したものである。

両者を記号を使って表してみよう。まず、総資本利潤率（ $=r$ ）は、

$$r = \frac{\Pi}{K} = \frac{\Pi}{K_E + K_B}$$

Π は利潤であり、 K は総資本である。また、総資本（ $=K$ ）は自己資本（ $=K_E$ ）と他人資本（ $=K_B$ ）の合計として表される。

次に、自己資本利潤率は、利率を i とすると、定義より、

$$r_E = \frac{\Pi - i \cdot K_B}{K_E}$$

さらに、分母分子を総資本（ $=K$ ）で割って整理すると、

$$r_E = \frac{r - i}{e} + i \quad \dots\dots \textcircled{1}$$

e は自己資本比率であり、 $e = K_E/K$ である。また、自己資本は必ず存在し、それが総資本を超えることはないので、 $0 < e \leq 1$ である。

ところで、このような筆者の主張に対しては、次のような反論が考えられる。第一に、資本の自己増殖とは、他人資本を含めた総資本の増殖として捉えるべきではないか、という反論である。しかし、このような立場では、獲得された利潤（剰余価値）による資本の増加と、負債の増加による資本の増加とが区別されることなく捉えられるという不合理が発生することになる。資本の自己増殖にとって両者が同じ意味を持つてしまうことについて説明が必要となるであろう。第二に、自己資本利潤率を重視する立場からは、『資本論』で示されているような、利潤率均等化法則や生産価格を説明しえないのではないか、という反論である。しかし、 $\textcircled{1}$ 式から明らかなように、総資本がすべて自己資本である場合（ $e=1$ ）には、総資本利潤率と自己資本利潤率は等しくなり（ $r_E=r$ ）、両者を区別する必要はない。よって、『資本論』

の当該箇所のように、他人資本を明示的に考慮しておらず、総資本がすべて自己資本によって構成されている論理段階においては、自己資本利潤率を重視する立場からしても、総資本利潤率を基準とした利潤率均等化法則や生産価格が成立することは何ら問題はないのである。その上で、本稿のような、他人資本を考慮した論理段階においては、自己資本利潤率は総資本利潤率とは異なるのだから、総資本利潤率ではなく、自己資本利潤率を基準とした利潤率均等化法則や均衡価格が成立することになるのである。論理段階を区別することが重要である。第三に、資本の自己増殖を自己資本の増殖として捉えたとしても、自己資本利潤率を高めるためには、総資本利潤率こそが自己資本増殖の最適な指標となるのではないか、という反論である⁵⁾。しかし、自己資本利潤率を高めることが目的であり、総資本利潤率はその手段として追求されるのであるから、手段が目的以上に重要であるという結論を導き出すことはできないだろう。「自己資本利潤率を高めるためには総資本利潤率が重視されなければならない」ということは正しいが、だからといって、「総資本利潤率は自己資本利潤率よりも重視されるべきだ」とは言えないはずである。

このように、資本の増殖とは自己資本の増殖であり、その増殖度は自己資本利潤率によって測定される。つまり、資本の自己増殖の基準は、総資本利潤率ではなく、自己資本利潤率なのである⁶⁾。

したがって、資本は、貨幣の調達においても、自己資本利潤率が上昇するように行動するはずである。①式から明らかなように、 $r > i$ の場合、自己資本比率 (= e) が低下するほど、自己資本利潤率は上昇する。すなわち、レバレッジ (てこ) 効果によって、他人資本の割合が高くなるほど、小さい自己資本でより大きな自己増殖が可能となるのである⁷⁾。逆の場合は逆である。つまり、資本は、金融市場において、総資本利潤率と利率との大小関係から判断し、自己資本利潤率を上昇させるように自己資本比率を上下させるのである。これが、資本が金融市場から貨幣を調達する際の基本的な行動

原理である⁸⁾。そして、長期的・平均的には、利子率は総資本金利潤率よりも小さい ($r > i$) ため、資本は自己資本比率を低下させようとする傾向を持っていると言える。

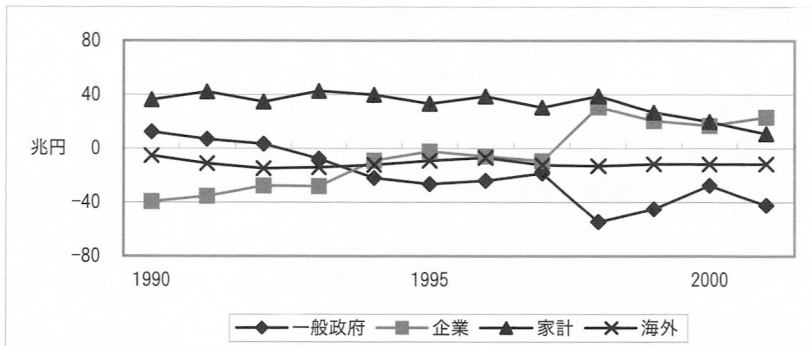
第2節 金融市場における貨幣供給

前節では、資本が金融市場から貨幣の調達を行う際の基本的な行動原理について考察した。そこで、本節では、金融市場における貨幣供給について考察する。

ところで、一般に、金融とは、資「金」が余剰部門から不足部門へ「融」通されることとして捉えられている。そこで、日本経済全体から、一般政府、企業（非金融法人）、家計、海外という4部門を取り出し、資金（＝貨幣）の動きを資金循環表で見てみよう。それを示したものが図2である。

図2から明らかなように、一貫して貨幣の余剰部門となっているのは家計である。よって、余剰部門から不足部門への貨幣の移動という側面から見ると、金融市場に貨幣を供給しているのは家計であると言える。

図2 部門別資金過不足の推移



(注) 『主要経済・金融データ 2003』（日本銀行）より作成

しかし、金融市場を、貨幣の供給と需要の全体が出会う場として捉えるとき、そのような結論は不正確である。というのも、余剰部門においても金融市場に一方的に貨幣を供給しているわけではなく、需要との差額において結果的に余剰部門になったにすぎないからである。不足部門においても逆のことが言えるであろう。すなわち、貨幣に対する需給の全体を見ると、すべての部門から金融市場へ貨幣が流入しているし、金融市場からすべての部門へ貨幣が流出しているのである。

では、そもそも、このような貨幣を生産し、金融市場へ供給しているのはだれなのであろうか。

貨幣を価値物（または、価値を表現したもの）として見たとき、貨幣を供給するのは資本以外にありえないことは明らかである。小商品生産者の存在を捨象すれば、すべての商品は資本によって生産され、よって、すべての価値物は資本によって生産されるからである。資本は剰余価値生産を行い、社会全体の価値額を増加させることができる。この意味で、貨幣を金融市場に供給するのは資本であると言える。

一方、貨幣という形態を見ると、それを供給するのは銀行である。本稿では、不換制下の信用貨幣として、銀行券と預金通貨を想定している。「現金」である銀行券は中央銀行によって自己宛債務証書として発行され、預金通貨は民間の銀行によって預金者に対する債権債務関係が相殺される形で発行される。この意味で、銀行は金融市場において貨幣を供給していると言える。

そこで問題は両者の関係である。資本による剰余価値生産と銀行による銀行券や預金通貨の発行とがどのように関連しているのであろうか。このことを、以下の三つの場合に分類して考察してみよう。

第一に、資本が借入を行わず、必要とされる貨幣の総額が自己資本よりも小さい場合。例えば、資本は全体で500兆円の自己資本を銀行券で所有していたが、その全額を銀行に預金し、そのうちの300兆円が預金の振替によって使用される場合である。この場合、銀行は貨幣供給を全く行っていない。

銀行券は銀行に還流し、その後は使用されていないのだから、新たに発行された銀行券はない。また、設定された預金通貨も、資本が所有していた500兆円が預金通貨になっただけであり、預金者（この場合は、非金融部門の資本）の銀行への債務と相殺される形で新たに生み出されたものではない。つまり、銀行券や預金通貨は銀行によって発行されたのであるが、貨幣供給そのものは銀行が行ったわけではないのである。両者の区別は重要である。このことは、グローブやバットなどの野球の道具を作った職人と野球選手との関係を考えればよくわかる。グローブやバットがなければ野球はできないが、試合をしているのは、それらを作った職人ではなく選手である。同様に、銀行券や預金通貨という貨幣がなければ貨幣供給はできないが、貨幣供給を行ったのは銀行ではなく、500兆円を生産し、預金した資本なのである。この場合、銀行は振替によって決済機能を果たしたにすぎない。

第二に、資金が不足している資本が借入を行うものの、借入を含めた必要とされる貨幣の総額が自己資本よりも小さい場合。例えば、500兆円の預金（自己資本）に対し、貨幣不足の資本による100兆円の借り入れを含めた400兆円の貨幣が必要とされる場合である。この場合も、結果的には、銀行は貨幣供給を行っているとは言えない。確かに、上の場合とは異なり、借入を行った貨幣不足の資本に対し、銀行が、銀行への債務と同額の預金通貨100兆円を生み出したことにより、預金通貨の総額は600兆円になり、貨幣量が增加している。これは信用創造である。しかし、その100兆円の預金通貨が貨幣不足の資本から貨幣余剰の資本に支払われるとすると、結果的には、貨幣不足の資本には100兆円の負債が増加し、貨幣余剰の資本には100兆円の預金が増加することになる。すなわち、この100兆円は、銀行を媒介として、貨幣余剰の資本から貨幣不足の資本へ供給された貨幣なのである。この場合、銀行は、個別資本に対しては信用創造を行っているものの、社会的総資本の視点で考えると、決済機能と仲介機能を果たすにすぎない。

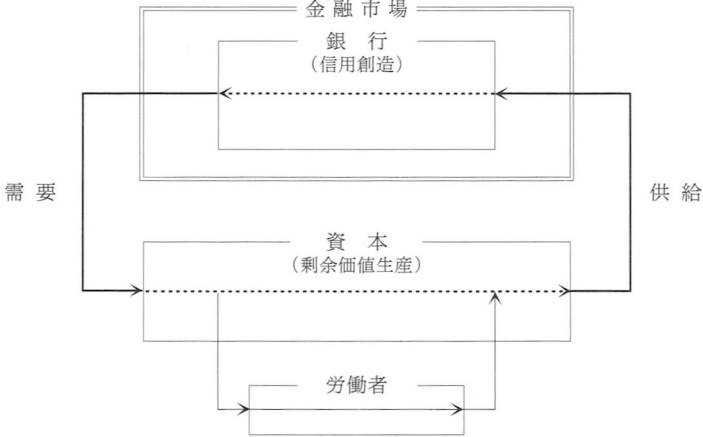
第三に、資本が借入を行うことによって、必要とする貨幣の総額が自己資

本より大きくなる場合。例えば、500兆円の預金（自己資本）に対し、100兆円の借入れを含めて600兆円の貨幣が必要とされる場合である。600兆円のうち、500兆円は資本が供給した自己資本が用いられる。残りの100兆円は、借入を行った個別資本が手に入れた、銀行への債務と同額の預金通貨が用いられる。よって、100兆円の預金通貨が生み出されたことにより、預金通貨の総額は600兆円になり、貨幣量が増加する。ここまでは上の場合と同じである。しかし、今度は個別資本における現象ではない。というのも、100兆円の貨幣が社会的総資本全体として不足しているからである。したがって、500兆円の貨幣を供給したのは資本であるが、不足分の100兆円を供給したのは銀行ということになる。この場合、銀行は、決済機能と仲介機能だけでなく、社会的総資本の視点において、信用創造機能も果たしているのである。

このように、貨幣を金融市場に供給する主体は、第一義的には、資本である。資本は、剰余価値生産を行い、獲得した剰余価値（利潤）＝自己資本を金融市場に供給する。そして、自己資本を超えて貨幣が必要される場合に限り、銀行が、その貨幣を供給するのである。すなわち、銀行自身に貨幣供給の動力があるわけではない。銀行は、資本によって供給された自己資本を超えて借入がある場合に、結果として、新たな貨幣を供給するにすぎないのである。この意味で、資本の貨幣供給は能動的な行為であるが、銀行の貨幣供給は受動的な行為であると言える⁹⁾。

そして、この関係を図に示したものが図3である。なお、労働者が金融市場と接していないのは、本稿では、簡略化のために、労働者は貯蓄も、賃金を超えた消費も行わないと仮定しているからである。上の考察や、図2において家計の態度が企業と比較して安定している（需給の変動にほとんど影響を与えていない）ことから、このような仮定は合理的であると判断することができるであろう。よって、以下の節では、金融市場における貨幣の供給と需要の主体を資本とし、銀行は需給を媒介する機能を果たすということを前提に

図3 金融市場と貨幣の流通



考察を行うこととする。

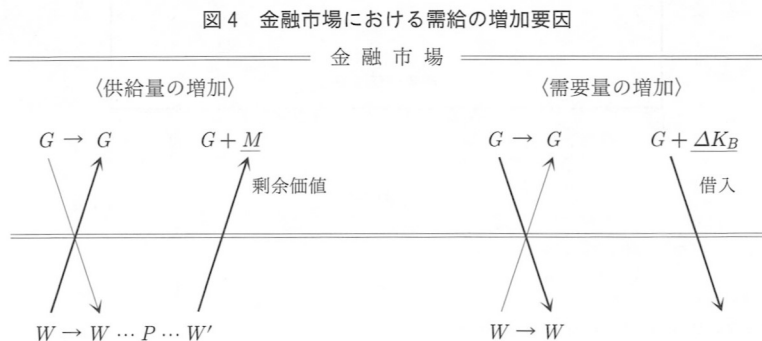
第3節 金融市場の安定性と不安定性

これまでの節において、需要と供給それぞれの側面から、金融市場を考察した。そこで、本節では、金融市場における需給均衡の基準と需給調節メカニズムについて考察することにより、金融市場が持っている安定性と不安定性という二つの性質について明らかにする。ただし、簡略化のため、以下の仮定をおく。第一に、金融市場で調達された貨幣はすべて資本として投下される。第二に、生産された商品はすべて実現される。

まずは、金融市場における需給均衡の基準について考察しよう。一般の商品が取引される市場、すなわち生産物市場においては、例えば、総価値と総価格の一致、あるいは、平均利潤率の成立、というような何らかの観点から設定した均衡価格の成立をもって需給均衡とされる。では、金融市場におい

ては、どのような基準で需給均衡を捉えるべきであろうか。

金融市場における貨幣の供給量と需要量は、それぞれ、その時点までの増減の合計として捉えることができる¹⁰⁾。そこで、それぞれの変化量について図4を用いて考えてみよう。図4は金融市場における需給の増加要因を簡略化して示したものである。



まず、供給量の変化について。今期の貨幣供給 (= G) は、前期における同額の貨幣需要 (= G) が商品を実現することによって金融市場に還流したものである。一方、前期の貨幣需要 (= G) は貨幣資本として用いられ、剰余価値 (= M) 生産を経て、次期において再び金融市場に還流し、貨幣供給 (= $G + M$) となる。よって、貨幣供給量は剰余価値の大きさ (= M) に等しく増加していると言える。すなわち、各期における貨幣供給量の増加は、資本による剰余価値生産によって決定されるのである。この剰余価値は、利子の支払いを捨象すれば、資本にとって自己資本となる。

次に、需要量の変化について。上でも述べたように、前期の貨幣需要 (= G) は、商品を実現させることによって金融市場に還流し、同額の貨幣供給 (= G) となる。そして、資本は還流した貨幣 (= G) に追加的な借入 (= ΔK_B) を加えて投資を行い、それが今期の貨幣需要 (= $G + \Delta K_B$) となる。よって、貨幣需要量は追加的な借入の大きさ (= ΔK_B) に等しく増加していると言える。

すなわち、各期における貨幣需要量の増加は、資本による追加的な借入によって決定されるのである。この借入は、資本にとって他人資本となる。

このように、金融市場における貨幣の供給量と需要量の変化は、資本による剰余価値生産と新たな借入によって決定されるのである。したがって、金融市場において需給均衡が成立するためには、過去から現在に至る、生産された剰余価値の合計と新たな借入の合計とが等しくなければならない。前者は自己資本、後者は他人資本になるのだから、金融市場における需給均衡とは、社会的総資本において自己資本と他人資本の大きさが等しく、自己資本比率が $1/2$ になっている状態のことである。このような需給均衡の基準は、社会的総資本の観点からの基準である。このとき、貨幣資本は過不足なく蓄積されていると言える。

次に、金融市場における需給均衡メカニズムと金融市場の安定性と不安定性について考察しよう。金融市場では、需給不均衡はどのようにして調節されるのであろうか。また、その需給調節メカニズムは、金融市場に安定性をもたらすのであろうか、それとも不安定性をもたらすのであろうか。

一般的に、市場における需給調節は価格変動に基づく二つの過程で行われると言える。まず、均衡価格を基準とした価格変動が市場における需給の状態を供給側と需要側に伝達し、次に、その情報に基づいて需給が変化し、不均衡が調節されるのである。前者は価格の情報伝達機能、後者は価格の需給調節機能と呼ばれている¹¹⁾。

金融市場において価格の役割を果たすのは利子率であり、確かに、利子率もそのような二つの機能を持っている。上で述べたように、生産された剰余価値(= M)と追加的な借入(= ΔK_B)とが等しく、社会的総資本における自己資本利潤率が $1/2$ になっているとき、金融市場では需給が均衡している。しかし、第1節で考察したように、資本は自己資本比率を低下させようとする傾向があり、そのため、金融市場では、超過需要($M < \Delta K_B$)が発生する傾向がある。このとき、利子率による需給調節メカニズムは、次のように作

用すると考えられる。まず、利率が上昇することによって、金融市場における供給側と需要側に対し、超過需要が発生していることを伝達する。これが利率による情報伝達機能である。次に、この情報を元に供給と需要が変化する。供給側の主体は資本であるが、第2節で考察したように、不足している貨幣需要を埋め合わせるのは銀行である。銀行は預金通貨の発行＝信用創造を行い、貨幣の供給量が増加する¹²⁾。一方、需要側となる資本は、利率の上昇が自己資本利潤率の低下要因となるため、貨幣需要の増加率を低下（または、需要量自体を低下）させるように作用する。これが利率による需給調節機能である。

しかし、結論を先取りすれば、金融市場においては、そのような利率による需給調節メカニズムが十分に作用しなくても、表面的には（この意味については以下で述べる）不均衡が即座に解消されることになる。このことを図5を使って見てみよう。

図5 資本の価値増殖と金融市場

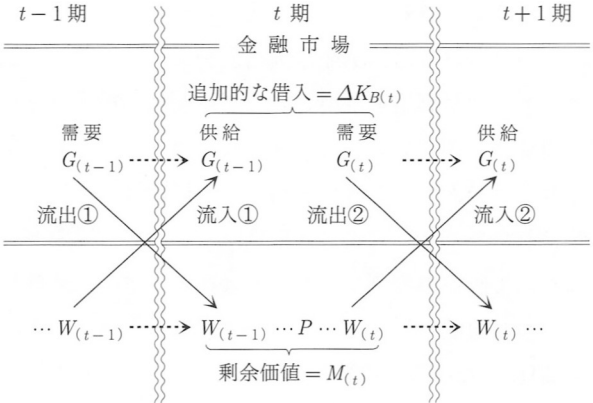


図5は資本の価値増殖と金融市場の需給関係とを示したものである。見られるように、 $t-1$ 期の貨幣需要 $G_{(t-1)}$ は、 $t-1$ 期に生産された商品 $W_{(t-1)}$ を実現させることによって金融市場に還流し、 t 期において同額の貨幣供給

$G_{(t-1)}$ となっている。すなわち、流出①は同額の流入①を生み出している。同様に、 t 期の貨幣需要 $G_{(t)}$ は、 t 期に生産された商品 $W_{(t)}$ を実現させることによって金融市場に還流し、 $t+1$ 期において同額の貨幣供給 $G_{(t)}$ となっている。すなわち、流出②は同額の流入②を生み出している。

こうして、商品の実現がスムーズに行われる限り、金融市場には、流出した貨幣と同額の貨幣が必ず還流する。よって、不均衡が発生したとしても、信用創造によって増加した貨幣は次期において必ず還流するのであり、表面的には、需給不均衡が後から即座に解消されるのである。これが商品の実現がスムーズに行われる場合に金融市場で機能する需給調節メカニズムである。

したがって、逆に言えば、商品の実現がスムーズに行われる限り、超過需要が発生したとしても、利率が大きく上昇することはない。上で見たように、発生した需給不均衡は表面的には即座に解消されるため、利率が情報伝達機能や需給調節機能を十分に果たす必要がないからである。商品の実現がスムーズに行われる限り、利率は上昇したとしても安定的に推移すると考えられるのである。その意味で、金融市場は安定性を持っていると言える。利率が情報を伝達する対象は個別資本であるから、この場合の安定性は個別資本にとっての安定性である。

ただし、ここで注意しなければならないことは、このような不均衡の解消は表面的なものにすぎないということである。というのも、表面的には貨幣の流出と流入とが等しくなっているとはいえ、その場合においても、他人資本は自己資本を超えて増加し、潜在的な不均衡が累積しているからである。

図5を見ると、 t 期における新たな借入が t 期の利潤を決定することがわかる。 t 期の利潤は、流出①→剰余価値生産→流入①において、投下した貨幣 $G_{(t-1)}$ と還流した貨幣 $G_{(t)}$ の差額であるが、前者は t 期における貨幣供給 $G_{(t-1)}$ に、後者は t 期における貨幣需要 $G_{(t)}$ に等しく、その差額は t 期における追加的な借入 $\Delta K_{B(t)}$ によって決定されるからである。よって、生

産された剰余価値に等しい借入が行われれば、剰余価値に等しい利潤がもたらされ、剰余価値を超えた借入が行われれば、商品が価値よりも高い価格で実現され、剰余価値を超えた同額の利潤がもたらされる。このとき、この利潤がすべて自己資本になるのであれば、自己資本と他人資本は等しい大きさになり、本質的な意味においても均衡が保たれていることになるであろう。

しかし、この利潤はすべて自己資本になるわけではない。というのも、不等価交換は、価値よりも高い価格での販売によって利潤の増加をもたらすが、その一方で、価値よりも高い価格での購入によって費用の増加をもたらす、両者が相殺されるからである。すなわち、不等価交換によって得た利潤のうちで自己資本となるのは剰余価値に等しい部分だけである。

したがって、剰余価値を超えた借入が行われている場合、商品のスムーズな実現によって貨幣の流出と流入とが等しくなり、利率が安定的に推移しているとしても、他人資本は自己資本を超えて増加しているのである。その意味で、不均衡の解消は表面的なものにすぎず、本質的には解消されていない。この蓄積が継続されれば、自己資本比率は一層低下し、潜在的な不均衡も一層累積することになるであろう。これが金融市場における不安定性である¹³⁾。この場合の不安定性は、個別資本ではなく、社会的総資本全体にとっての不安定性である。個別資本にとっては安定的に作用する金融市場が、社会的総資本にとっては不安定的に作用するのである。

そして、このような金融市場の不安定性が、過剰貨幣資本の蓄積をもたらすことになる。本稿は、不均衡の潜在的累積や顕在化の具体的な過程を考察対象にしているわけではないが、その過程を簡略化して述べるとすれば、次のようにスケッチすることができるであろう¹⁴⁾。

まず、他人資本が自己資本を超えて増加している過程において、何らかの原因によって商品の実現がスムーズに行われず、貨幣の還流が妨げられたとする。このとき、金融市場と資本に対して次の事態が生ずることになる。第一に、金融市場では、表面的にも超過需要が解消されず、利率が上昇を開

始する。すなわち、金融市場は実は超過需要であり、貨幣が不足していることが顕在化する。第二に、資本にとっては、債務の返済が困難になる。もちろん、自己資本が十分に存在していれば、それをを用いることも可能である。しかし、他人資本＝債務は自己資本を超えて増加しているのだから、自己資本で債務を返済することは不可能になっている。そこで、資本は債務の返済のために、再び借入を行わなければならない。すなわち、資本にとっては支払い手段としての貨幣が不足し、貨幣資本が過剰貨幣資本であり、過剰債務であったことが顕在化するのである。

こうして、利子率の上昇と支払い手段としての貨幣の不足が同時に発生する。利子率の上昇は債務返済の必要性を高めるため、支払い手段としての貨幣に対する需要は増加する。そのために、利子率はさらに上昇する。これが不均衡の顕在化過程である。

このように、金融市場は安定性と不安定性の両側面を持っている。金融市場における需給調節メカニズムは利子率の安定性をもたらすが、そのために、不均衡が潜在的に累積し、金融市場に不安定性をもたらすことになる。そして、不均衡が潜在化することができるのは、商品の実現がスムーズに行われる限りのことである。

ま と め

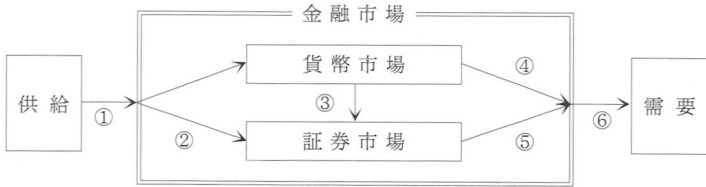
本稿では、以下の結論を得た。第一に、資本にとっての自己増殖とは自己資本の増殖であり、その増殖度を示す指標は自己資本利潤率である。よって、資本は貨幣を調達する際にも、自己資本利潤率を上昇させるように自己資本比率を変化させる。これが貨幣調達における資本の基本的な行動原理である。そして、一般に、総資本利潤率は利子率より大きいため、資本は自己資本比率を低下させようとする傾向を持っている。第二に、金融市場に貨幣を供給するのは、第一義的には、唯一の価値生産者である資本である。そし

て、金融市場において超過需要が発生した際、その差額を埋めるように、受動的に、銀行は銀行券や預金通貨を発行する。これが信用創造である。第三に、金融市場は、社会的総資本において自己資本と他人資本の割合が等しい場合に需給が均衡していると言える。そして、自己資本比率を低下させようとする資本の傾向は、金融市場における超過需要要因となる。しかし、商品の実現がスムーズに行われる限り、金融市場から流出した貨幣は必ず還流するため、表面的には、不均衡は即座に解消される。これが商品の実現がスムーズに行われる場合の需給均衡メカニズムである。よって、社会的総資本において他人資本が自己資本を超えて増加し、不均衡が発生した場合にも、利子率による需給調節が十分に作用する必要がないため、利子率は大きく変化しない。その意味で、金融市場は安定的である。ただし、このことは不均衡が解消されたことを意味しない。他人資本が自己資本を超えて増加していること自体は解消されておらず、不均衡は潜在化しているにすぎないのである。これが金融市場における不安定要因となる。何らかの要因によって貨幣還流が妨げられれば、表面的にも不均衡は解消されず、利子率は高騰し、潜在的な不均衡が顕在化することになるであろう。

〔注〕

- 1) 筆者は、資本の過剰蓄積を、過剰貨幣資本、過剰生産資本、過剰商品資本という3つの形態において捉えるべきであると考えている。この点については、有田辰男も同様な見解を示している。「資本はその循環過程において三つの形態、すなわち、貨幣資本形態、生産資本形態、および商品資本形態をとって転態をとげている。資本がこのような三形態をとるとするならば、過剰資本もやはりこの三つの形態において考察されなければならないだろう。」(有田〔1977〕, p.11)
- 2) 金融市場を貨幣市場と証券市場に大きく分類した場合、本稿では、貨幣市場のみを取り扱い、証券市場を捨象していることになる。しかし、証券市場を考慮したとしても、本稿における議論の本質的な部分に影響はない。というのも、資本が株式や社債を発行し、証券市場から貨幣を調達したとしても、その貨幣は、貨幣市場に流入せずに証券市場に流入したもの(=②)か、または、貨幣市場から証券市場に流入したもの(=③)か、いずれかであり、その場合には、貨幣市場への需要量

(=④) が、証券市場を考察しなかった場合と比較して、その二つのルート (=②+③) の合計と同じ額 (=②+③=⑤) だけ減少し、金融市場全体に対する需要量 (=⑥) は変化しないことになるからである。すなわち、金融市場における貨幣の需給関係全体 (①と⑥) を考察する場合、貨幣市場だけでなく証券市場を考慮したとしても、結果的には、需給全体への影響がないことになる。もちろん、さらに上向した論理レベルにおいて金融市場の具体的な分析を行う際には、証券市場の分析が必要であることは言うまでもない。



なお、本稿の視点とは異なるものの、いわゆる「ワルラスの法則」を前提にすれば、例えば、貨幣市場における超過需要は証券市場における同額の超過供給となる関係にあるため、両者のいずれかを捨象（または、統合）して分析したとしても、結果的には、金融市場全体の需給関係を考察したことになる。

- 3) マクロ経済学の代表的な教科書によると、貸付資金市場（market for loanable funds）とは、「貯蓄したい人々が資金を供給し、投資するために資金を必要とする人々が借り入れる市場」（Mankiw [1998], p.276）のことである。
- 4) 簡略化のため、貸出金利のみとする。
- 5) 藻利重隆は、「企業活動の経験科学的認識を課題とするわれわれには、恣意的に企業の自己資本の立場をすてて企業の総資本の立場に立つという方法をとるのではなく、かえってあくまでも自己資本の立場に立たなければならないのであるが、しかもそれゆえにこそわれわれは、総資本利潤率を問題とせざるをえないのである」（藻利 [1973], p.334）という立場から、「総資本利潤率の極大化は、まさに自己資本利潤率の長期・持続的な極大化のためにこそ要請される」（同書, p.526）と主張している。さらに、この観点から藻利は「総資本付加価値率の極大化」（同書, pp.523-545）も重視している。
- 6) 筆者は、資本の目的は自己資本の増殖であり、よって、資本の自己増殖を最も的確に表す指標は総資本利潤率ではなく自己資本利潤率であると考えている。同様な考え方を示しているのは、田中恒夫である。田中は、自己資本利潤率と総資本利潤率の「いずれがより重視されるべきか」という問題に対し、次のように述べている。「企業経営は、企業が自由に処分できる利益が最大となるよう努力されている。

この場合の利益は、他人資本への利子をより多く支払うためではなく、自己資本に帰属する部分をいかにして最大にするか、が目標なのである。換言すれば、企業に蓄積するか、或いは配当に廻しうような自由に処分できる利益の極大化を目標とされている。こうした観点から収益性を判断する尺度としては、自己資本利益率(ROE)がベターと考えられる。」(田中〔2001〕, p.40)

さらに、このような考えは、現実の企業経営においてROE(=自己資本利益率, 株主資本利益率)が重視されていることから裏付けられるであろう。例えば、日本経済新聞によると、有力企業の経営トップが最も重視する経営指標はROEである(2001年2月21日付)。また、アメリカの企業経営において自己資本利益率が重視されてきたことについては、高浦忠彦(高浦〔1992〕)が詳細な検討を加えている。

もちろん、筆者は、現実の企業経営において自己資本利益率(ROE)が唯一絶対の経営指標であると主張しているのではない。本稿のような抽象化された理論段階における自己資本利益率の重要性を主張しているのである。ヒギンズは、自己資本利益率(ROE)が「投資家や経営者たちにとって財務パフォーマンスの最もポピュラーな物差し」(Higgins〔1992〕, 邦訳 p.30)であることを前提にした上で、現実の経営分析において自己資本利益率を用いることの限界についても指摘している(同書, pp.44-49)。また、目崎美和子も同様な指摘を行っている(目崎〔2002〕, pp.99-120)。

なお、いわゆるマルクス経済学の立場からは、このような問題についての本格的な議論は行われていないが、一部の論者に自己資本利益率の重要性を指摘する主張も見受けられる。その重要性を最も明確に述べているのは日高晋である。日高は、「真の個別的利潤率」を「全充用資本に対する利潤率」ではなく、「自己資本を分母とした利潤率」(日高〔1966〕, p.204)と明確に述べている。また、川合一郎や宇野弘蔵にも自己資本利益率を重視した論述が見られる。川合は、「産業資本からみた信用(借入)の必然性は自己資本利益率を押し上げるから」(川合〔1982〕, p.373)とし、宇野は、好況期における借入の増加は「自己資本の利潤率の低下を補償する」(宇野〔1953〕, p.85)としている。いずれも自己資本利益率の動向が資本にとって重要であるという認識を示している。

- 7) 「レバレッジ」とは「てこ」の意味であり、レバレッジ効果(または財務レバレッジ)とは、総資本利益率が利率よりも大きい場合、資本が負債を利用する(=自己資本比率を低下させる)ことにより、小さな自己資本で大きな利益をあげることを指す。
- 8) 最適な自己資本比率をめぐっては、周知のように、最適資本構成の理論として、多くの議論がある。ここで述べた「行動原理」は、それらの議論で考慮されている

株式市場、税制、リスクなどの問題が捨象されている抽象的な論理段階で設定された基本型であり、よって、最も単純で基本的な行動原理である。現実の経済における行動原理については、様々な条件を具体化することによって、基本型がどのように変化するかを考察する必要がある。

- 9) これは、貨幣供給の内生説と外生説（あるいは、銀行学派と通貨学派）との論争に関わる問題であるが、筆者は、本文で述べた理由から、内生説の立場である。
- 10) 例えば、第1期から第5期にかけての貨幣供給量の増減額が、+100兆円、+100兆円、+50兆円、-70兆円、+40兆円、とすると、第5期の貨幣供給量は220兆円となる。
- 11) 市場の需給調節メカニズムにおける二つの過程については、荒〔1985〕を参考にした。
- 12) 正確に言えば、剰余価値に等しい借入が行われ、金融市場における均衡が維持されている場合でも、剰余価値が実現されるためには、借入が先に行われなければならないため、その時点においては超過需要が発生し、信用創造が行われていることになる。
- 13) 筆者と同様に、ミンスキーは、金融市場における不均衡を自己資本比率の低下として捉えている。ミンスキーは「金融的不安定性」について、次のように述べている。「歴史的時間における資本主義経済の運動経路は、企業家や銀行家が資本資産所有や投資活動を金融するときの取引いかんにかかっている。好況の時期には貸し手・借り手ともに外部金融に伴うリスクを過小評価するので、このことを反映した金融取引が多くなる。したがって、このような経済は基本的に『上位方向への』不安定性を持つことになる。このため経済は平穏な拡張の時期から『インフレ的な』ブームの時期へと導かれる。新投資のレバレッジ（＝負債/総資本……挿入は筆者）が高まるにつれ、既存負債構造もこの新しいレバレッジ比率に足並みを揃えるように調整される傾向がある。すなわち、既存資本資産ストックの保有ポジションのうち『低いレバレッジを有する』部分についても再金融 refinance がなされるのである。このような再金融は負債の残高が資本ストックや利潤の大きさ以上に高い率で成長するという結果をもたらす。」（Minsky〔1982〕、邦訳 pp.131-132）

見られるように、ミンスキーは、資本が好況期において「外部金融に伴うリスクを過小評価」するため、新投資を含む資本全体の「レバレッジ比率」（＝負債/総資本）が上昇すること、すなわち、自己資本比率が低下することによって、経済が「不安定性を持つ」と述べている。

また、石倉雅男も、資本蓄積における自己資本比率の動向を重視している。ただし、ミンスキーが自己資本比率の低下を、いわば資本蓄積に内在する傾向として捉えているのに対し、石倉は、「投資の減退に伴う実現条件の悪化と負債比率の意図

せざる上昇との悪循環」(石倉 [2002], p.84) というように、「実現条件の悪化」
という市場による資本蓄積への制限の結果として捉えている。

14) この過程の詳しい考察については、拙稿 [2002] を参照されたい。

[参考文献]

- ・ 荒憲治郎『マクロ経済学講義』創文社, 1985年
- ・ 有田辰男『過剰資本論序説』日本評論社, 1977年
- ・ 石倉雅男「負債とマクロ経済の不安定性」『経済理論学会年報』第39集, 青木書店,
2002年
- ・ 宇野弘蔵『恐慌論』岩波書店, 1953年
- ・ 川合一郎『川合一郎著作集 第六巻』有斐閣, 1982年
- ・ 高浦忠彦『資本利益率のアメリカ経営史』中央経済社, 1992年
- ・ 田中恒夫『企業評価論』創成社, 2001年
- ・ 日高普『商業信用と銀行信用』青木書店, 1966年
- ・ 目崎美和子『ROEを活用する企業評価・財務戦略』中央経済社, 2002年
- ・ 藻利重隆『経営学の基礎』森山書店, 1973年
- ・ Higgins, Robert C., *Analysis for Financial Management*, IRWIN, 1992 (霍見芳浩監訳
『ファイナンシャル・マネジメント』ダイヤモンド社, 1994年)
- ・ Mankiw, N. Gregory, *Principles of Macroeconomics*, Harcourt College Publishers, 1998
- ・ Minsky, Hyman P., *Can 'It' Happen Again?*, M. E. Sharp, 1982 (岩佐代市訳『投資と
金融』日本評論社, 1998年)
- ・ 拙稿「市場の全面的不均衡と恐慌 (1)(2)・完」『岐阜経済大学論集』第35巻第4号,
第36巻第1・2号, 2002年