

資金フロー接近法に関する一考察

— R. G. ホートレイの所説を中心にして —

鈴木満直

1. はしがき

R. G. ホートレイの研究は、あらためて指摘するまでもなく、現在では傷だらけの研究の一つになっている。しかし、なされた批判および紹介のほとんどは景気変動の観点にたったものである。これは、景気変動論の研究者として、特にそのユニークな非妥協的純貨幣的景気変動論の出張者として有名であるところから、当然のことと思われる。批判の代表は G. ハーバラー著『景気変動論』⁽¹⁾に求められる。

ところで、他の観点にたつとき、彼の研究は注目に値しないといえるであろうか。否、注目すべき研究が、彼の『資本と雇用』においてなされている。⁽²⁾それは、資本市場を資金の経済循環のなかで位置づけ、資本市場の経済的および金融的役割をも論じたもので、このような観点から資本市場を取り上げた研究は、残念ながらきわめて少なく、私の知るかぎりでは、ケインズの『貨幣論』と『一般理論』⁽³⁾だけである。このような意味から、R. G. ホー

(1) G. Haberler, *Prosperity and Depression*, (3rd ed. 1946).

松本達治・加藤寛孝・山本英太郎・笹原昭五訳。『景気変動論』(東洋経済, 昭和41年)

(2) R. G. Hawtrey, *Capital and Employment*, (Longmans, 1937).

(3) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, (London: Macmillan, 1930).

鬼頭仁三郎訳。『ケインズ貨幣論』(同文論, 昭和8年)

J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (London, 1936).

塩野谷九十九訳。『雇用・利子および貨幣の一般理論』(東洋経済, 昭和16年) 資本市場だけに関する分析上のホートレイとケインズの最大の相異点は、ブローカーに対する貸付金(ブローカーズ・ローン)に関してであって、ホートレイは重視しているのに対しケインズはほとんど無視している。

トレイの研究を検討し、問題点を指摘してみることにした。

2. 資金の経済循環モデル

ホートレイの資金の経済循環モデルを紹介する。モデルの内容に入るまえに、モデルそのものに関する若干の前提もしくは仮定を解説しておく。

(1) 国民経済を4グループ、すなわち産業（資本財および消費財産業）、個人消費者、証券業者（個人の純投機家を含む）、および銀行組織に分ける。

(2) 消費者所得を貨幣単位で表わされた社会の全所得、すなわち純国民所得、消費者支出を所得からの全支出（金融的投資を含む）と定義し、消費者の現金残高は所得から供給された通貨（Currency）と銀行信用からなる現金残高と考える。

賃金の現物給与、および企業から引出されず企業に再投資された所得として取扱われる利潤などの現金で支払われない所得は、所得の受取りと支払の結合として処理される。⁽⁴⁾ 消費者現金残高は所得以外の証券および財産の販売、贈与などによっても供給されるが、これは外部受取として処理される。企業の現金残高は取引目的のためにのみ保有され、企業の費用はそれによって支払われるが、それは資本のたんなる形態移転にすぎない。別個の企業現金残高を保有していない企業者は、彼らの個人現金残高は常にゼロとして処理される。

(3) 企業もしくは消費者が銀行組織から信用を供与されたとき、その負債額をマイナスの現金残高として処理し、ある集団の対銀行負債額をこえた現金残高の超過分（プラスもしくはマイナス）を純現金残高とよぶ。

モデルの紹介に入る。

A……産出高（国民総生産額 GNP に相当する）

A'……最終購入者に対する売上高

(4) 企業利潤は企業者個人の消費者所得の一部とみなされるから、企業貯蓄はケインズと同様に事実上無視される。

B ……消費者所得

B' ……消費者支出

C ……全産業 (証券業者も含む) の現金残高

C' ……消費者の現金残高

D ……全産業 (証券業者も含む) の対銀行負債額

D' ……消費者の対銀行負債額

$M = C - D$ ……全産業 (証券業者も含む) の純現金残高⁽⁵⁾

$M' = C' - D'$ ……消費者の純現金残高

t 期間中に C, C', D, D', M, M' が c, c', d, d', m, m' だけ増加 (若干のものはマイナス) したとしよう。

消費者所得の消費者支出をこえた超過分 $(B - B')_t$ は、 $c' - d'$ もしくは m' 、すなわち消費者純現金残高の増加に等しい。

産出高の最終購入者に対する売上高をこえた超過分 $(A - A')_t$ は、経営資本 (Working Capital) に対する追加分に等しい。貨幣単位で表わされた経営資本を E とし、 t 期間中の経営資本の増分を e とすれば、 E は $E + e$ となり、

$$(A - A')_t = e$$

なお、最終購入者とは、消費財の場合、消費のためにその財を購入する経済主体、設備もしくは資本財の場合、設備として使用するためにその財を購入する経済主体のことである。⁽⁶⁾ したがって、最終購入者に対する売上高 A' はそれら最終購入者に対する販売総額を意味する。⁽⁷⁾

(5) 以下、全産業は証券業者を含み、産業は資本財産業と消費者産業のみとする。

(6) 自己の生産物を消費もしくは使用する経済主体は彼ら自身からの最終購入者として処理される。

(7) ホートレイは、国民所得の計算にあたって、中間生産物および原料の企業間取引による所得の重複を避けるために、それらの仕入れをコストと考えず、産出高 A を GNP として定義する。しかし、中間生産物および原料の企業間取引の結果として表われる経営資本の増減は所得に関係を有するので、

産出高 A - 最終購入者に対する売上高 $A' = e$

とし、 e が経営資本変動の調整項目としての役割を果している。したがって、ホ *

A' のなかに含まれる最終購入者に販売される資本財は、一部分は消費者にも販売されるが、大部分は企業に対して販売される。これら資本財は、前提により、所得から購入されるものではなく、消費支出の一部でもない。資本から購入されるのである。企業の資本資源は、証券の資本市場への販売（新規発行もしくは保有している既発行証券の販売）によって増大する。

資本市場の資本資源を産業の資本資源から区別する必要がある。資本市場の特性は、資本資源がもっぱら証券の売買に活用されることにある。資本市場の資本は証券にのみ投資されるのに対し、産業は証券を資本市場に販売することによって資本を調達し、資本財の最終購入者になるのである。したがって、資本市場は、貯蓄する個人投資家と資本支出をする企業を結ぶチャンネルとして機能するのである。

個人投資家は消費者であり、彼らの金融的投資は消費者支出の一部である。I をその投資額とし、H を財およびサービスに向けられる消費者支出とすれば、

$$B' = H + I$$

金融的投資 I は、株式、社債、抵当証書などの通常の意味での証券の購入ばかりでなく、企業のある権利の獲得なども含む。企業の未処分利潤は、企業家によって金融的投資 I を経由しその企業に再投資される所得として考える。個人投資家は証券を売買するから、金融的投資 I は、純額、すなわち販売された証券をこえる購入された証券の超過分として示される。

産業によって調達された資本を I' によって示す。資本調達額 I' は、証券

* ートレイ方式によれば、純国民所得は $(A' + e)$ もしくは $(A) - K'$ によって求められる。

ケインズ「一般理論」においては、使用者費用 U は、 $U = (G' - B') - (G - A')$ として定義される。これは、(他企業に対する支払) - (経営資本の増減分 + 新設備資本) + (減価償却費)、すなわち (他企業に対する支払) - (資本の純増) として理解できるので、経営資本の変動は使用者費用および生産物の売上高 A を経由して純国民所得 $(A - U)$ に影響を与える。

生産物金融を一部門とする金融論の立場からは、ケインズ方式の方が望ましいことはいうまでもない。

の新規発行および既発行証券の資本市場への販売ばかりでなく、金融的投資のなかに含まれる再投資された利潤も含む。もっとも、再投資された利潤は市場を経由するものではない。資本調達額も金融的投資と同様に純額、すなわち販売された証券マイナス購入もしくは償還された証券によって示される。なお、企業が消費者に信用を供与したとき、彼はある証券、たとえば「消費者負債」という証券を購入したものととして処理される。ところで、資本調達額 I' は、設備資本、経営資本および現金に分割されるゆえ、それに対応して、企業者資本は、設備資本、経営資本および現金から構成されるとする。

資本市場は I を受取り、 I' を支出する。その結果、 I と I' との差に等しい純現金残高の変化が資本市場に表われる。しかし、これは資本市場の全取引を網羅するものではない。証券は企業および消費者だけではなく銀行によっても売買される。銀行が企業に信用を供与したとき、全産業の対銀行負債額 D と全産業の現金残高 C は同額だけ増加し、全産業の純現金残高 ($C - D$)、もしくは M ⁽⁸⁾ には変化はみられない。しかし、銀行が証券を購入するとき、資本市場、すなわち証券業社は結果的には信用を供与されたことになり C は増大する。他方、全産業の対銀行負債 D には対応した変化はみられないから、 M は同額だけ増大したことになる。

M のこの増加は、資本市場、すなわち証券業社における純現金残高の増大という形をとる。借入資金によって証券売買を営む一般的慣習からみて、証券業社の純現金残高はマイナスである。 F によって証券業者の対銀行負債額を示すと、証券業者の純現金残高は $-F$ となる。全産業の純現金残高は M であるから、証券業者を除く産業、すなわち資本財および消費財産業の純現金残高は $M + F$ になる。銀行組織によって保有されている証券を S とし、 F と S が t 期間中に $F + f$ と $S + s$ になるとすれば、

(8) もしくは D が減少し、 C に対応した変化がみられないから、 D の減少だけ M は増大する。

$$(I'-I)=f+s$$

資本設備として使用するために、産業によって購入された資本財を K とし、これから減価償却分を差引くと、産業の資本設備の純増加分がえられる。それを設備された資本と名付ければ、

$$\text{設備された資本} = K - K'$$

なお、購入された資本設備 K は広い意味に理解されねばならない。生産設備の直接費用だけでなく、資本勘定に帰せられるべきすべての支出、たとえば証券発行に伴う引受手数料なども含むべきであるとしている。他方、企業によって購入された資本設備として使用するための資本財以外の財は、 K ではなく E 、すなわち経営資本のなかに含まれる。 K に関しては購入した企業は最終購入者であるが、 E に関しては最終購入者ではない。

$$\text{最終購入者に対する売上高 } A' = K + H$$

企業は、資本調達額 I' と減価償却額 K' とによって資本財を購入する。いま、 J を産業の資本財購入のための利用可能資金総額とすれば、

$$J = I' + K'$$

R を粗利潤、 R' を純利潤（仮定によって再投資される）とすれば、

$$R = R' + K'$$

再投資される純利潤は金融的投資にも資本調達額にも表われるから、この共通部分を両者から差引くと、 $I - R'$ 、すなわち資本市場が投資家に売った証券、 $I' - R'$ 、すなわち産業によって売られた証券がえられる。また、

$$I' - R' = J - R \quad B - R' = A - R$$

ある企業にとってどの程度の減価償却額が適当であるかは、評価の問題である。それは各資本設備の残余期間に関する予測に依存する。資本設備が廃棄される時期は不確定であるし、いわんや例外的な廃用とか災害による破壊とかの如き非自発的にしてかつ予見不可能な原因にもとづく設備の価値変化は計算不可能である。その結果、 R の R' と K' への分割、もしくは J の I' と K' への分割は客観的事実の問題ではないといえる。 K の減価償却と設

備された資本への分割に対しても、同じような問題がおこる。いずれにせよ、減価償却額に誤算があれば、その結果として再投資される純利潤が不正確なものとなる。

産出高マイナス減価償却を産出高の純売上高と名づければ、それは消費者所得すなわち純国民所得に等しい。

$$A - K' = B$$

最終購入者に対する売上高マイナス減価償却を最終購入者に対する純売上高と名づければ、それは消費者に売られた財プラス設備された資本に等しい。

$$A' - K' = H + K - K'$$

産業によって資本財購入のために使用されなかった資本財購入のための利用可能資金総額 J の部分は、産業において他の資本に追加される。他の資本とは経営資本と純現金残高から構成され、それを流動資本 L によって表わすと、 t 期間中の L の増分 l は、

$$(J - K)_{t=l}$$

$$L = E + M + F$$

$$l = e + m + f$$

消費者支出の一部 H は、ただちに同額の財の販売額に結びつくが、残余の金融的投資 I は、はるかに迂回したルートを通る。最初に資本市場に行き、そこで純現金残高の変化、すなわち $f+s$ によって修正され、産業によって調達された資本 I' として表われる。 I' は減価償却 K' と総合され、産業の資本財購入のための利用可能資金総額 J になる。最後に、流動資本の増減分 L が決定され、 K が資本財に支出される。

$$H + K = A'$$

$$H + I = B'$$

それゆえ、

$$B' - A' = I - K$$

$$K' = J - I'$$

$$\begin{aligned}(B' - A' + K')_t &= (J - K)_t + (I - I')_t \\ &= l - f - s\end{aligned}$$

かくて、最終購入者に対する純売上高 $(A' - K)$ をこえた消費者支出の超過分、すなわち需要に結びつかなかった消費者支出の部分 $(B' - A' + K')_t$ は、資本調達額と金融的投資額との差 $(I - I')_t$ と資本調達額と設備された資本との差 $(J - K)_t$ から構成される。

各種グループ、すなわち産業、個人消費者、および証券業者もしくは資本市場の純現金残高、流動資本および経営資本をプールもしくははストックとし、消費者所得と支出、産出高と最終購入者に対する売上高、金融的投資額、および資本調達額と設備された資本を上述の各種プールを結びつける流れ、すなわちフローとして考える。

t 期間中のあるプールにおける水準変化は、流入と流出の差である。あるグループの支払が受取を超過したとき、彼らは現金を放出したといわれる。逆に、受取が支払を超過したとき、現金を吸収したといわれる。

消費者に関しては、現金の吸収は消費者所得と消費者支出の差である。

$$\text{吸収は、 } m' = (B - B')_t$$

$$\text{放出は、 } -m' = (B' - B)_t$$

資本市場に関しては、現金の放出は f 、銀行組織の証券購入による現金の放出は s 、

$$f + s = (I' - I)_t$$

銀行組織と資本市場による現金の放出は、金融的投資をこえた資本調達額の超過分に等しい。

産業に関しては、現金の放出は最終購入者に対する売上高をこえた産出高の超過分 $(A - A')$ と資本調達額をこえた設備された資本の超過分 $(K - J)$ からなる。

$$(A - A')_t + (K - J)_t = e - l$$

すなわち、現金の放出は、流動資本の増分 l をこえた経営資本の超過分 e に

等しい。流動資本は経営資本と現金に関して産業によってつくられる準備である。経営資本として使用されない部分は現金に追加される。

産業による現金の放出は他の方法によっても示すことができる。産業の現金受取は、消費者に対する売上高 H と資本調達額 I' からなる。他方、支出は B である。現金の放出は、 $(B-H-I)$ 、もしくは $(B-B'+I-I')$ 。したがって、現金の放出は、消費者、資本市場、および銀行による現金の吸収、すなわち $m'-f-s$ に等しい。⁽⁹⁾

$$A-B=K'=J-I'$$

$$B'-I=H=A'-K \text{ から}$$

$$(A-A')-(B-B')+(J'-I)-(J-K)=0$$

$$e-m'+f+s-l=0$$

かくて、

$$e-l=m'-f-s$$

資本市場を含めた全産業に関しては、現金の放出は、

$$-m=e-l+f$$

これは、消費者と銀行による現金の吸収すなわち $m'-s$ に等しい。

最後に銀行組織による現金の放出は、消費者と全産業による現金の吸収に等しい。

$$s=m+m'$$

以上述べたことを資金循環を中心にして整理し、図で示すと第1図になる。

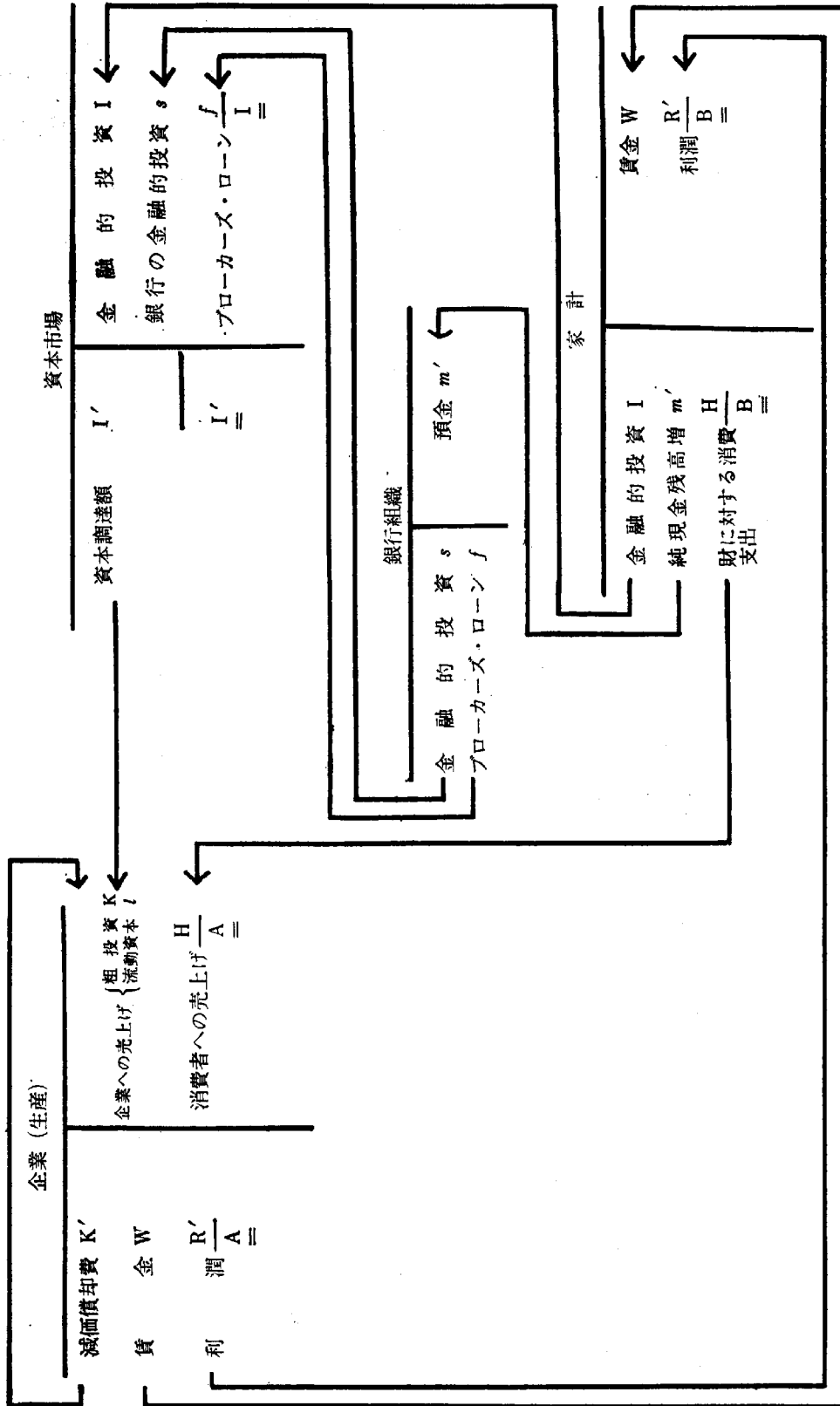
第2図は、ケインズ『一般理論』の資金循環図である。⁽¹¹⁾ 前述したように、銀行の金融的投資とブローカーズ・ローンがホートレイと比較して欠如して

(9) 消費者が現金を放出しても、それ以上に資本市場および銀行組織が現金を吸収した場合、および資本市場が現金を放出しても、それ以上に消費者および銀行組織が現金を吸収した場合にも、この等式は成立する。

(10) ホートレイによれば、一部門の現金残高の変化は他部門の現金残高がすべて逆変化することを前提にしているが、これは誤りである。

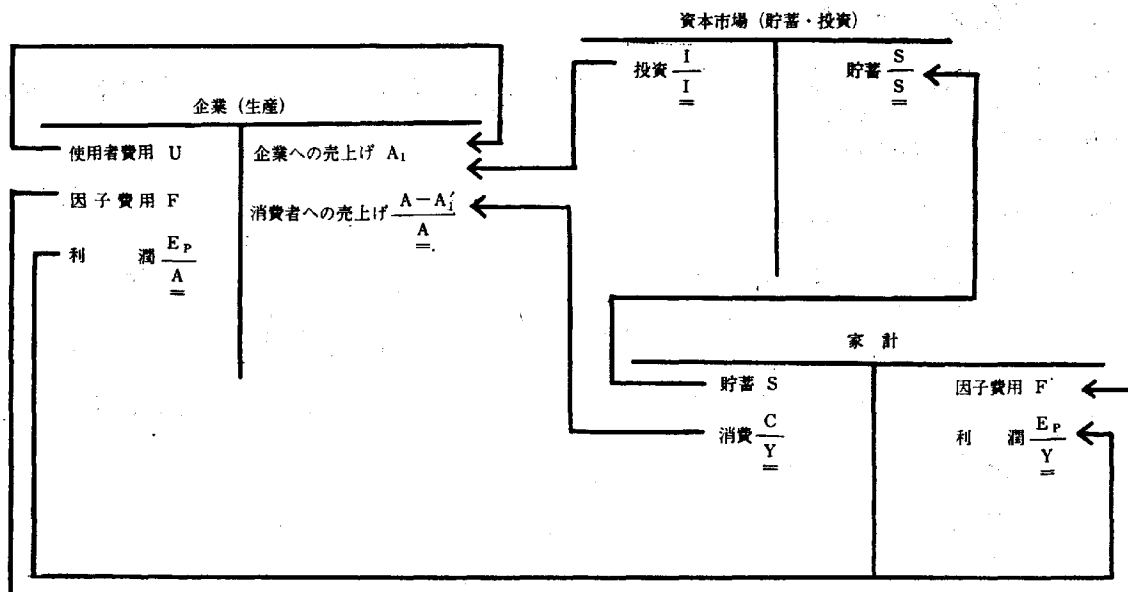
(11) 小泉明編著『マネー・フロー』(至誠堂、昭和35年) 26-32頁参照。

第1図 ホートレイの資金循環図



(註) プロークアーズ・ローンとは証券業社に対するすべてのローンの含む。

第2図 ケインズ「一般理論」の資金循環図



いる。

また、以上述べた各種の方程式はつぎのように示すこともできる。資本市場を含む全産業によって保有されている全証券を U 、新規発行額を N とし、それら産業の全流動資本を V ($V = E + M = L - F$) とし、 t 期間中の増分を u および v とすれば、

$$(N - I)_t = u + s$$

$$(N - K + K')_t = u + v$$

$$(I - K + K')_t = v - s$$

F は資本市場、すなわち証券業社が銀行信用で保有している全証券であるから、 $(U - F)$ は資本市場を含む全産業が彼等の自己資本で保有している全証券に等しい。したがって、

$$(N - I')_t = u - f$$

3. 銀行信用と資本市場の役割

ここでは、ホートレイ理論における上述の資金循環モデルを背景にした銀行信用と資本市場の役割を取り上げることにする。

まず、分析手法についてであるが、二つの特徴を指摘することができる。

(1) 資金フロー分析

すでに説明済であるが、ホートレイはイギリスにおける最初の資金フロー分析の研究者である。⁽¹²⁾

(2) 事前的・事後的分析

ホートレイの分析はスウェーデン学派の事前的・事後的分析に酷似している。投資を「意図された」あるいは「能動的」投資と「意図しなかった」あるいは「受動的」投資とに区別する。なお、彼の研究には、「能動的」貯蓄と「受動的」貯蓄との区別はない。⁽¹³⁾ 上述の式、

$$(B' - A' + K')_t = (J - K)_t + (I - I')_t = l - f - s$$

を参照されたし。 $(B' - A' + K') = (I - K + K')$ 。

ついで、利子論および利子と投資との関係についてふれる。

彼の利子論は素朴な貸付資金説であり、しかも利子論の中心は短期利子率と長期利子率との関係におかれている。⁽¹⁴⁾

長期利子率が決定されるのは資本市場においてであり、均衡は純金融的投資と資本調達額との均等を意味するとする。資本調達額が純金融的投資に比較して不足しているときには、証券ディーラーは購入以上に販売し、保有証券を減少させるが、証券価格は上昇するか、もしくは利子率は下落する。逆に資本調達額が過大のときには、証券ディーラーは保有証券を増加させるが、証券価格は下落するか、もしくは利子率は上昇する。したがって、ホートレイによれば、

個人投資家の金融的投資 + 投機家に対する銀行貸付 + ジョバーおよびディーラーに対する銀行貸付 = 資本調達額 + 現金残高の増加

(12) A. G. Hart and P. Kenen, *Money, Debt and Economic Activity*, (Prentice-Hall International, 1961), p. 183.

吉野昌甫・山下邦男訳。「現代金融論」(日本評論社, 昭和42年) 205頁。

(13) G. Haberler, *op. cit.*, p. 192.

G. ハーバラー「景気変動論」165-168頁参照。

(14) 一谷藤一郎著「現代利子論の展開」(有斐閣, 昭和38年) 6頁。

が長期利子率についての均衡条件となる。⁽¹⁵⁾

この等式から、長期利子率と短期利子率との一つの接点がえられる。彼によれば、長期利子率の変動はきわめて小である。1914年までの半世紀において、コンソル公債の利回りが7年移動平均から $\frac{1}{4}$ パーセントだけ変動したのはただ一回であり、それは1866年であって、イングランド銀行の公定歩合が3カ月間10パーセントにとどまっていた危機の年であったとしている。長期利子率は短期利子率とほとんど同じ方向に変動するとされるが、これは前者もしくは後者の影響と考えるべきでなく、二つの利子率に共通な原因にもとづくものとする。しかし、しいていえば、影響は小（短期利子率の変動はまったく一時的な事情によって変動するから）であるが、長期利子率の変動は短期利子率の変動にもとづくものと主張している⁽¹⁶⁾と理解できる。

利子率と投資の関係である。

(イ) 資本設備投資

資本設備投資を資本の拡張（Capital Widening）投資と、資本の深化（Capital Deeping）投資とに区別し、両者はいずれも利子率（長期）に非感応的であるとする。⁽¹⁷⁾ いま、年年の減価償却費を投資の20パーセントとし、「資本の深化」投資から予想される費用節約能力を投資の25パーセントとすれば、その投資からえられる利潤率は5パーセントである。ところで、予想には誤差が伴うから、誤差率を10パーセントとすれば、投資からえられる利潤率は $\frac{1}{2} \sim 9\frac{1}{2}$ パーセントの範囲に入る。したがって、利子率の変動は「資本の深化」投資には影響を与えないとする。いわんや、「資本の拡張」投資は費用節約的ではないから、利子率に非感応的であると主張する。

(ロ) 消費設備投資

(15) 銀行組織の証券保有量の変動は明示されていないが、証券ディーラーのなかに含まれていると考えれば、問題は解決する。

(16) 一谷著『現代利子論の展開』243頁参照。

(17) E. Schneider, *Einführung in die Wirtschaftstheorie*, III. Teil. p. 222–223.
山川義雄・大和瀬達三訳、『経済理論入門』233頁。

消費設備投資，たとえば家屋の建設などは利子率（長期）に感応的である。家賃は利子率の変動に大いに左右されるため，利子率が下落するときには家賃も低下し，その結果，よりすばらしい家屋に対する需要が増大し，家屋の建設が進展するとする。

(イ) 農業生産は利子率（短期）に非感応的である。収穫時期の市場の事情および作物の収穫量について不確実性が大きいのが，その理由である。

(ニ) 経営資本は利子率（短期）に感応的である。

ケインズは『貨幣論』において，利子費用の変動は持越費用に比較して小であるから，経営資本は利子率に非感応的であるとしている⁽¹⁸⁾。これに対し，ホートレイは反駁し，原料や腐敗しやすい財については妥当するが，多くの中間生産物や完成財については，生産者や小売業者は彼ら自身貯蔵設備を保有しているので，貯蔵費用はきわめて小であると主張する。

かくて，ホートレイによれば，利子率に感応的な投資は消費設備投資および経営資本投資になるが，経済変動との関係で彼が特に重視するのは，いうまでもなく経営資本投資である。そこで，経営資本の所有が相対的に非常に多い商人が，彼の貨幣理論においては戦略的地位を占めるのである。

以上のことを前提にして彼の理論における銀行信用と資本市場の役割を論ずることにする。

銀行信用の役割

「事業家のなかには，利子率のわずかな変化に対してさえもきわめて敏感な反応を示す1階層がある。商人がこれである。商人は自己の資力に比して大きな商品を買し，彼が購入額に付加するのは，商業利潤を示す比較的わずかな額にとどまる。利子負担の1パーセントか，2パーセントの変化は製造業にとっては問題にならないだろうが，商人にとってはそうではない。もちろん，商人を借入増（減）と在庫の増大（減少）にさそう要因は，利子率

(18) J. M. Keynes, *Treatise*, Vol. II, pp. 131-134.

鬼頭訳「ケインズ貨幣論」第4分冊177-188頁。

のほかにも存在している。たとえば、物価の上昇が期待される場合には、利率の引下げは不必要であろうし、逆に物価の低落が予想される場合には、利率を引下げても十分ではないであろう。しかしながら、利率のわずかな変化に関係なく、大半の商人の借入れを増大させたり、減少させたりするのに十分な物価の一般的な騰落というのは、信用の拡大もしくは収縮の結果としてしかおこりそうにないのである。……

こうして、ホートレイに従うならば、商人は戦略的地位を占めている。もし利率が十分に引下げられるならば——通常の場合のもとでは、わずかな引下げで十分である——商人は在庫増にさそわれる。その結果は生産に対する発注の増加である。生産増は消費者の所得と支出の増大を結果する。このことは商品一般に対する需要増大を意味し、商人はその在庫が減少しつつあるのを見いだす。こうして、生産者に対する注文は増大し、生産活動、消費者所得と支出、需要の一段の増大が結果され、在庫はさらにいっそう枯渇する。経済活動の拡大は需要増を意味し、需要増は経済活動の拡大を意味している。悪循環が開始され、生産活動の累積的な拡大が始められる。それは信用の継続的拡大によってつちかわれ、推進されることとなる。⁽¹⁹⁾

以上の資金フローは、前述の等式を用いて示すとつぎのようになる。

いま、利率が低下し、商人は財庫増にさそわれ、生産に対する発注が増大したとしよう。銀行組織の信用供与額が増大し、資本市場を含む全産業は D と C が同額だけ増大する。純現金残高 M は不変であるが、信用供与の増加額の一部 b が消費者所得 B の一部に追加されたとき、 C は b だけ減少し、 M は $M-b$ になる。逆に、消費者の現金残高 C' と純現金残高 M' は $C'+b$ および $M'+b'$ に増大する。 b の一部 b' は消費者支出 B' に追加され、放出される。ただし、ホートレイによれば現金残高は所得に依存するため、 $b > b'$ である。こうして、生産活動は拡大していく。

(19) G. Haberler, *op. cit.*, pp. 18-19.

G. ハーバラー「景気変動論」17頁。

資本市場の役割

消費者支出が b' だけ増大すると、 b' は消費者による財の購入 h と金融的投資 i に二分される。 h は直接消費財および資本財産業に入り、それらの純現金残高を増大させ、経営資本を減少させる。他方、 i は最初資本市場に入り、資本市場の対銀行負債額を減少させる⁽²⁰⁾。その結果、資本市場は証券の新規発行にとって有利になり、一定期間の経過の後、資本調達額および設備された資本は、それぞれ i および h だけ増大するにいたる。

証券業者（個人投機家を含む）に対する効果は複雑である。銀行信用の緩和は個人投機家に借入をうながすであろう。この種の借入は利子率に非感応的であるが、銀行組織は借入制限を緩和することによって、借入を増大させることができる。その効果はすでに金融的投資の追加分 i に反映されている。 i は h のように消費者所得の増加に必ずしも依存するものではない。信用緩和によって多少左右されるからである。

個人投機家に対する借入制限の緩和は、資本市場のディーラーの対銀行借入額を増大させるであろう。しかし、彼らの借入意欲は、資本財および消費財産業が資本調達額を増大させ、彼らにより多くの証券を供給しないかぎり、効果がない。

このような投機的借入に対する金融的便宜は、消費者所得の増大による金融的投資に追加され、資本市場を資本調達にとって有利にするが、それは資本調達額の増大が実現したときにおいてである。そのときまでは、投機家達はディーラーの保有分から証券を購入し、保有証券を増加させるだけである。他方、ディーラーは、借入意欲がどのようにあろうとも、彼らの対銀行借入金を減少させることになる。

よって、ホートレイによれば、資本市場、すなわち証券業者の経済的役割は、資本市場（広義）における資金調整、およびそこで成立する長期利子率

(20) ホートレイは資本市場を狭義の意味に理解している。彼によれば、資本市場は証券業社（個人投機家を含む）のことである。

の調整という受動的もしくは消極的活動として評価され、積極的役割を演ずるとされる銀行組織とは対照的な立場に立っているといえる。

4. むすびにかえて

主として資金フロー分析の観点から主要な問題点を指摘する。

(1) 経営資本に戦略的地位を与えることは妥当であろうか

ケインズは前述したように経営資本は利子率に非感応的であるとしているが、その後のオックスホード調査 (Oxford Inquiry) などの実証的諸研究もいずれも同一の結論に達している。⁽²¹⁾

また、かりに経営資本が利子率に感応的であるとしても、経営資本、したがって商人に戦略的地位を与えることは妥当であろうか。

「ホートレイ氏は、企業者が前日の規模と異なる産出高の規模を日々決定するのは、彼等の売られざる財の手持の変化に顧みてであると見る。たしかに、消費財の場合には、これが彼等の決意を左右するうえに重大な役割を演ずるであろう。しかし私には彼の決意に対する他の要因の作用を排除する目的が判らない。したがって、私はそれよりはむしろ有効需要の全体的変化を強調しようと思うのであって、ただ有効需要の変化のうち前期に売れなかった財の手持の増減を反映する部分のみを強調しようとはしないのである。のみならず、固定資本の場合には、使用されざる能力の増減が生産の決意に対して売られざる財の手持の増減とまさに対応的な影響をおよぼすのであって、私はホートレイ氏の方法がこのすくなくとも同等に重要な要因をいかに

(21) オックスホード調査の結果は1938年10月、Oxford Economic Paper, No. I, 1938に発表。

その他、

H. F. Lydall, "The Impact of the credit Squeeze on Small and Medium-Sized Manufacturing Firms," *Economic Journal*, September 1957.

W. H. White, "Interest Inelasticity of Investment Demand," *American Economic Review*, September 1956.

A. G. Hart and P. Kenen, *op. cit.*, p. 227.

吉野・山下訳「現代金融論」255頁。

取扱いうるかを知らない⁽²²⁾」。

以上はケインズが『一般理論』において述べたものである。ケインズの主張が妥当であると考える。

よって、ホートレイ理論を支える一大支柱は倒壊したことになる。

(2) 貨幣の不活動残高、いわゆる M_2 の需要について

ホートレイは投機的動機にもとづく貨幣需要を重視していない。前述のホートレイ理論の説明においても、しばしば指摘しておいたように、貨幣需要の大部分は取引的動機にもとづくものとしている。

第1の理由として、ホートレイはケインズと同様に、投機的動機にもとづく不活動残高は当座預金ではなく定期預金という形で保有されるので、投機的動機による貨幣保有ではなくして中および短期証券の保有もありうるからとしている。第2の理由は、資本市場にとって重要な投資家層は資本の不確実性よりは所得の不確実性を恐れることである。

たしかに、このような要因はケインズによって軽視されていたものであり、重要な指摘ではあると思うが、だからといって、 $M_2 \neq 0$ という論理は、ホートレイが他の貨幣論もしくは金融論の学者よりも資本市場を重視しているだけに納得できない。 M_2 の存在を重視すれば、消費者貯蓄の金融的投資と現金保有の配分にあたって、興味ある事実が見出され、より有意な理論、たとえば予想を導入した理論が展開できたものと思われる。また、このことから、ホートレイの金融理論は貨幣数量説的であるといえる。

(3) 銀行信用の資金源泉について

銀行信用の資金源泉についてほとんど説明がなされていないが、これは金融理論として大きな欠点の一つといえる。当時の金融制度が未整備という背景もあるが、主たる理由の一つとして M_2 の軽視をあげることができる。

(22) J. M. Keynes, *General Theory*, p. 76.

塩野谷訳「一般理論」95-96頁。

L. R. Klein, *The Keynesian Revolution*, (Macmillan, 1947) p. 53.

篠原三代平・宮沢健一訳「ケインズ革命」57頁参照。

「弱気」が定期預金という形で保蔵した現金は「強気」に貸付けられるはずであるし、そのような認識があれば、銀行組織を中央銀行と商業銀行に区分するであろうと思うからである。

以上指摘したように、ホートレイの金融論にはいくつかの重要な欠点が存在するが、資本市場を資金の経済循環のなかで位置づけ、ブローカーズ・ローンをも考慮に入れたことは、今日のマネー・フロー表からみれば単純なものであるにしても、資金フロー分析に対し重要な貢献をなしたものといえる。また、資本市場の機構を詳細に検討することによって、資本市場は個人投資家もしくは証券業者によって主として支配され、貨幣市場は銀行組織によって支配されることを明示したことは、金利体系の研究にとっても、ケインズの流動性選好表の適用にとっても重要な意義を有するものと考えている。