

「資本」概念の錯綜と Speculative-motive

宅 和 公 志

目 次

はじめに

I. 問題の提起

- (1) 富への欲求と speculative-motive
- (2) 国際的な資金流通と金利構造の図式
- (3) 経済発展と資本・雇用の拡大
- (4) 「資本」概念の若干について

II. 証券市場の発達と speculative-motive

- (1) 貨幣と債券の関係——証券市場の両義性
- (2) 証券市場と speculative-motive
- (3) 経済学の思考と市場の現実

III. 「資本」概念の錯綜

- (1) 発想の転換
- (2) 資本化, 利子率, 資本の限界効率
- (3) speculative-motive の世界化と真の社会的費用

IV. 結びにかえて

はじめに

『社会科学における「資本」概念とその現代的意義』と題する共同研究に参加しているため、経済学における「資本」概念について考えさせられることが多い。「資本」概念は日常的にも研究の上でも、その語を用いる人に応じて多岐・多様であり、いわば錯綜した状況にあるといえよう。錯綜の一因として、貨幣経済の発展による実物現象と貨幣現象との乖離、言葉を換えれば、資本主義経済の金融的な成熟が関わっていることもまちがいない。こうした発展と成熟につれて、人々の「資本」の語の受けとめ方も変化してきたように思われる。しかし、ここで逐一その変化を云々するわけではなく、資本に関わる経済学の伝統の中でも、とくにケインズ『雇用、利子および貨幣の一般理論』（以下『一般理論』と略す）のそれを意識しながら議論を進めたい。ケインズの「資本」概念といっても、馴染みは薄いと思われるため、既存の拙稿¹⁾を利用して説明する。それをふまえた上で、現代人の'speculative-motive'²⁾とその深層にある「富への欲求 (a desire for wealth)」に着目し、「資本」概念の錯綜を解明する手がかりとしたい。

したがって以下では、まず、私たちを取り巻く世界の金融の現実——speculative-motive と国

際的な資金流通——を見つめながら問題を提起する。次いで、証券市場の発達と speculative-motive の広範な浸透の意味を考察し、最後に「資本」概念を省みることによって、その錯綜の一端が解明できれば幸いである。

I. 問題の提起

(1) 富への欲求と speculative-motive

人生お金がすべてではないと承知しながらも、少しは贅沢したい、老後が心配だ、子や孫に多少の財産は残したいなどの理由から、一儲けできないものか、あるいはせめて財産や預金の減少だけは避けたいというのが、日頃の私たちの思いであろう。ならば、それをどう「運用」すべきか。定期預金か、株か、債券か、投資信託か、外貨預金か、不動産か、他にはないかとあれこれ頭をめぐらし、時に専門業者の意見に耳を傾けたりもする³⁾。ここでは「運用」の語を用いたが、これを「投資」と呼ぶ人もおり、その方がより一般的かもしれない(たとえば昨今のスローガン「貯蓄から投資へ」など)。しかし、よく考えてみると、手持ち資金を手放す場合、(消費を別にすれば)その選択肢は大きく二つに分かれる。一つは金融資産の購入であり、一つは自ら企業者として行動する場合である。大方の個人にとって後者には関心がないだろうから、手持ち資金を手放す行為が「運用」であれ「投資」であれ、呼び方などどうでもいい話である。しかし、世界全体とか国民経済の視点に立てば、あるいは貯蓄と投資を区別する経済学の思考を思い出せば、これをたんなる言葉の問題として済ませるわけにはいかない。

以下では、金融資産の売買に当ってあれこれ頭を駆け巡る思いを speculative-motive と呼ぶことにする。むろん富への欲求は人間古来の欲望であり、今に始まったものではない。だからこそ人々は、生産活動に従事し、節約・貯蓄し、さらに生産を拡大して、富を増やそうと努めてきた。そうした行為は昔から今に至るまで変わりはないが、そのことと、昨今の金融資産売買の普及との間には、その方法はむろん経済学的な意味においても大きな違いがあるといわなければならない。本稿では、富への欲求を人間の本源的な欲望と位置づけ、金融資産売買の動機である speculative-motive をその欲望の一つの(いわば近代的な)現象形態と位置づける。したがって、この動機に基づく「資金の運用」は、資本財を買い、労働者を雇い、生産物を作るという、生産的企業家の動機に基づく「投資」とは、一線を画すべきものであろう。

しかし、その区別は事の善悪とか倫理観に基づいたものではなく、資本財と労働を用いた投資・生産行為に着目する場合と、直接それに関係のない場合との機能的な区別であることを強調しておきたい。それに加えて、speculative-motive の背後には将来に対する漠然とした不安が控えており、それにふれないわけにはいかないが、その言及はあくまで素人目からの観察に基づいている。将来に対して漠然とした不安を抱く個人は、資本主義的世界の資金流通に取り囲まれ、その中でささやかな資金を「運用」している。だとすれば今日、speculative-motive の経済学的な意味を考えるためには、やや遠回りかもしれないが、国際的な資金流通にも目配りしなくては

ならない。

(2) 国際的な資金流通と金利構造の図式

日頃から気になり、折にふれ言及してきたものの⁴⁾、積極的に取り上げる機会のなかった問題がある。とはいえその取引実態に疎いため、的確に紹介できるかどうかどうか疑わしいが、世界全体と一国（たとえば日本）の金融市場を念頭に置いて何とか説明を試みたい。上述したような普通の個人の貯蓄資金、すなわち零細な預貯金（たとえば円建ての小口預金）からスタートしよう。零細な預貯金から大口のそれへと移行するにつれて、預金金利は次第に上昇していくが、さらに大規模な資金の場合、国際金融市場（厳密にいえば、オフショア市場の総体としてのユーロ市場⁵⁾）の金利——いわゆる‘Libor’（この場合、¥ Libor）——でもってより有利な運用が可能である。さらに先を追っていくと、ユーロ市場で銀行が仲介した（ユーロ市場で運用・調達された）資金は、いずれかの国の金融市場に（それがアメリカであればドル建てに転換されて）流入し、大口の借手、小口の借手へと移るにつれて、借入金利（銀行側からすると貸出金利）は上昇していく。大口の借入から小口のそれへの移行につれて、銀行側は借手のリスクを高く見積もる（リスクプレミアムを上乗せする）ため、その分だけ借入金利は上昇する。ユーロ市場における国際的な資金仲介は、銀行預金・貸出の形態（ユーロ・シンジケート・ローン：Euro syndicated loan）のみならず証券形態（ユーロ債：Eurobond）でも行われているが、両者の金利構造に変わりはない。したがって、以下にいう金利(i)は両形態を含めたそれである。

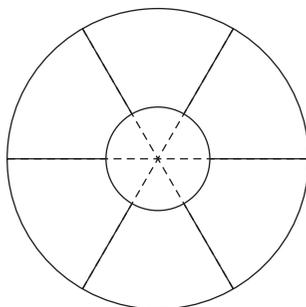
こうした資金流通は、①小口預金（その金利を i_1 とする）→②大口預金（ i_2 ）→③ユーロ市場（ i_3 ）→④大口借入（ i_4 ）→⑤小口借入（ i_5 ）、と簡略化できるが、①→⑤の移行につれて金利も上昇していくことは上述のとおりである（したがって、 $i_1 < i_2 < \text{Libor} = i_3 < i_4 < i_5$ 、と表記しよう）。以下これを、「国際的な資金流通と金利構造の図式」（あるいはたんに「図式」と呼ぶ⁶⁾。なお、誤解を避けるために若干の留意点を記せば、(1) この「図式」の構造はさらに細分化しうる、(2) すべての資金取引が①～⑤を経るわけではなく、①→⑤あるいは①→②→④→⑤など様々なケースが考えられる、(3) それぞれの取引には銀行業が（場所によっては証券業も）介在する、(4) ①②と④⑤が通貨を異にする場合、その間に外国為替業務が付随する、(5) 今日の大規模な国際資金移動の大半はユーロ市場を経由している、(6) 「図式」部分拡大図の最下部（空白部と斜線部に分けたが、斜線部は非資本制領域を意味する）には銀行や証券会社と全く縁のない経済主体が含まれ、世界的にみるとこれは膨大な数にのぼる、(7) 「図式」部分拡大図の最上部（全体図の中心部）のユーロ市場とは、国家の規制が及ばない超国家的な（いわば治外法権の）資金の取引市場かつ卸売市場⁷⁾として位置づけられる、(8) ユーロ市場は資金が経由する場（勘定）であり起債も行われるが（primary market）、債券の流通市場（secondary market）は国内（主にロンドンとルクセンブルク）にあること、などである。

併せて付記したいのは、近年「ユーロ市場」という表現が少なくなり、「国際金融市場」の語

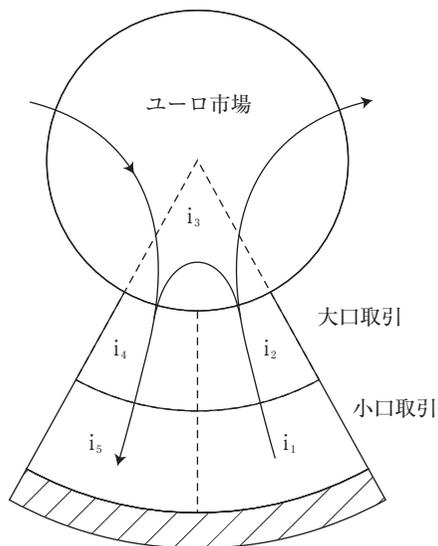
に包摂されている現状についてである。これには統一通貨ユーロ建ての金融市場との混同を避けること、そして規制緩和が進んだ先進諸国の金融市場とユーロ市場との差がほとんど無くなったことが関わっている。混同を避けたいという趣旨はわかるが、先進諸国の金融市場とユーロ市場との差が「ほとんど」無くなったからといって、両市場が完全に同質化したわけではないから、やはり両市場の区別は必要である。むしろ、両市場を「国際金融市場」に包摂することによって、非居住者向けかつ規制のないユーロ市場の「超国家的・無国籍的」性格（これが先進諸国の金融市場との決定的な差である）の失念が予想される。以上の理由から、本稿では引き続き「ユーロ市場」の語を用いたい。

国際的な資金流通と金利構造の図式

(1) 全体図（中心部がユーロ市場、外部は各国の金融市場）



(2) 部分拡大図



「図式」部分拡大図の最上部に位置するユーロ市場の機能は世界的な資金配分であり、そこでの資金仲介業務（いわゆる Euro-banking）は、上述のとおり銀行業務と証券業務から成る。前者であるシンジケート・ローン1件当りの規模がどれほどか、外部の者には知るよしもないが、後者

のユーロ債についてはある程度の情報が得られる⁸⁾。それに従えば、個々の起債額は円建てに換算すると数百億円から数千億円に上り、1兆円を越す資金調達の実例も珍しくない。こうした起債が行われるのは主にロンドンであって⁹⁾、ニューヨーク (International Banking Facilities) や東京 (Japan Offshore Market) ではない。後者では証券業務が認められていないためである。

日々数件、時に10件以上にも及ぶ大規模な起債の現実をみせつけられると、その用途が気になるものの、借入主体 (borrower) ——大半は先進諸国の金融機関、大企業、公的機関 (本稿では公的機関は考慮外) である——や仲介銀行・主幹事 (book-runner) でもないかぎり詳細はわからない。生産拡大のための資金調達というケースもあろうが、大部分は、企業買収 (M&A)、株式公開買付け (TOB)、種々の証券化 (Securitization) などに関わる資金だと推測しうる。短期間のうちに、より有利な金利で大量の資金を調達したいとき、その要請に応えられるのは、ユーロ市場で業務を展開するユーロバンクでしかない。世界中から資金が集まるユーロ市場と一国の金融市場とでは、規模の面でも金利の面 ($i_3 < i_4$) でも、競争にはならないからである。

(3) 経済発展と資本・雇用の拡大

ユーロ市場の現実や上記の「図式」を承知したにせよ、その市場を経由する世界的な資本移動 = 資金流通が、どれほど世界経済の発展に役立っているのかも気になる。その場合、世界経済の「発展」をどう捉えるか、どう測るかだが、今のところ「発展」の指標として「資本量」と「雇用量」をあげるほかはない (理論構築のためのヴィジョンが明確にできれば、あるいは別の指標を掲げることも可能だろう)¹⁰⁾。経済発展と資本・雇用の拡大を平行に捉えるならば、「資本」や「投資」の語について、後述する伝統的な「資本」規定が利用できるし、それに基づいた speculative-motive の評価も可能になる。「資本」概念にこだわるのも、各国金融市場の拡大そしてユーロ市場の拡大はしばしば話題になったものの、その量的拡大が注目されただけで、理論的な問いが不十分であった感は否めないからである。その拡大である金融的な成熟とは、経済学的にどのような意味があるのか、それは経済発展 = 資本・雇用の拡大につながるか否かなど、より細かな検討を要する課題は多い。

そこで世界全体に目を向け、とりわけ発展途上国に着目すると、前近代的・非資本制的な環境下で生きる人、僅かな収入しかない人、あるいは仕事がない人、つまり「図式」の最下部 (斜線部) に属する人々は膨大な数にのぼる。失業と貧困は昔の話でもなければ、世界から消滅したわけでもない。こうした渦中の人々にとって、預金も借入も、したがって金利もほとんど関係のない話である。むろん、預金とは関係ない生活であっても、何らかの形で (たとえば所有する動産、不動産、はては人身を担保にして) 借入できるにせよ、それは上記 i_5 をはるかに超えた高利の借入となろう。日本でいえば、かつての質屋金融、高利貸、あるいは昨今の消費者金融、ヤミ金などの高金利を思えばよい。そうした状況下の人々に、どれほど雇用ないし然るべき収入と生活を提供しうるかは、今なお重要な課題といわなければならない。これが資本量と雇用量に着目し、経済

発展——というよりも人間社会の発展——の指標と考える理由である。

公務員や自営業を別にすれば、人々に雇用を提供するのは資本である。資本と雇用の量的関係およびその変化は、生産に用いられる技術に左右されるため、両者は厳密に相関しているわけではないが、一次接近として同方向に動くともみても差し支えないだろう。さらには、上で見た世界の龐大な資金量はそのまま資本量の拡大を意味するかどうか、つまりその資金量は世界の雇用拡大にいかほど貢献しているかである（念のために述べておくと、資金量は利子率の、資本量は利潤率の大きさに関わる）。それを考えるために、「資本」概念の若干を振り返っておきたい。

(4) 「資本」概念の若干について

「資本」概念を正面きって問おうとすれば、経済学それ自体の歴史を振り返らなくてはならないが、ここではそういう話ではなく、あくまで大雑把な概観である。資本理論に関する中山の研究¹¹⁾によれば、経済学における「資本」概念は、第一に資本をながめる立場の相違すなわちマクロ的視点かミクロ的視点か、第二に資本に求める目的の相違すなわち生産への貢献か私利の目的か、第三に資本が採る現象形態の相違すなわち実物資本か貨幣資本か、に応じて多様であった。この整理をふまえつつ、「〔所得と資源の〕媒介的存在としての資本が、理論的にも実際的にも、最も強い関心を寄せられるのは、経済発展との関係である」¹²⁾という中山は、スミス、マルクス、ポエーム・バヴェルク、シュンペーター、ケインズ等を取り上げ、それぞれの資本理論をていねいに検討した。以下では、伝統的な資本理論と等しく「経済発展との関係」に関心を寄せながらも、金融資産の位置づけにおいて他の論者とは明確な一線を画した（つまり、資本量と資金量の差をはっきり意識した）、ケインズ『一般理論』の「資本」概念に注目して議論を進めたい。

『一般理論』における「資本 (capital)」とは、そこで用いられた *asset*, *capital-asset*, *capital equipment*, *investment* の語と同じく実物資本を意味した。また、同書における貨幣 (*money*, *cash*, *liquidity*)、債券 (*debt*, *bond*, *security*) の概念を想起すれば、資本 (実物資本)、貨幣、債券 (金融資産) の三者から成る一般的な経済体系の構図¹³⁾を描くことができよう。その構図をふまえると、ケインズのいう「投資 (*investment*)」とは実物資本を購入する（同時に労働者を雇う）行為であり、生産的企業者の行動に属することは明らかである。他方、金融資産を購入する行為は「貯蓄資金の運用」であり、これは公衆（主として金利生活者）の行動つまり流動性選好に関わっていた。実物資本の取引に要する貨幣量が M_1 、価値保蔵に要する（金融資産と代替的な）貨幣量が M_2 であったことは周知のところである。その M_2 の大きさを支配するところの、人々の心理の奥底にある動機を彼は *speculative-motive* と呼んだ。要するにケインズは、他の論者と同じく実物投資を重視したのだが、重視の理由はそれが雇用を生むためであって、伝統的理論のように資本の生産力を自明としたわけではない。すなわち、流動性選好そして *speculative-motive* という斬新な発想を展開し、債券（金融資産）市場の機能を一般的な経済体系の中に有機的に組み込んだ上で、資本と雇用の関係を重視したところにその特徴がある。こうなると私たちの関心も、資本=実物資

産の認識をふまえつつ、貨幣 (M_2) と債券との関係が現象する証券市場へと向わざるをえない。

なお、個々人が上述した「国際的な資金流通と金利構造の図式」のどこに位置しようと、流動性選好は「図式」の中の現象である。そうである以上、speculative-motive もまたその中において捉えなくてはならないが、これがⅡの課題である。

Ⅱ. 証券市場の発達と speculative-motive

(1) 貨幣と債券の関係——証券市場の両義性

資本、貨幣、債券の三者から成る構図を念頭に置いたケインズは、金利生活者の極楽往生を夢見て、「投資市場＝証券市場の廃止」と「貨幣保蔵の禁止」に言及した。むろん、これは極論だったが、かかる極論へ至った思考には興味深いものがあると同時に、今日の「資本」概念の錯綜を解明する手がかりにもなる。

資本（実物資本）には全く関心をもたず、貨幣と債券の配分・保有にのみ関心をもつ金利生活者は、『一般理論』では投機家 (speculator) の姿と重なっており、彼らの行動がもつ意味は次のように評された。すなわち、彼らの関心は「〔実物〕投資が存続する全期間にわたる予想収益について、長期予想を立てることではなく、一般公衆よりも少し前に〔市場〕評価の慣行的基礎の変化を予見すること」¹⁴⁾にある。「堅実な事業の流れの中では、投機家はバブルとして何の害もないかもしれない。しかし、投機の渦の中で事業がバブルになると、事態は深刻である。一国の資本の発展が賭博行為 (activities of casino) の添え物になってしまえば、物事はうまく運ばない」¹⁵⁾。投機家や金利生活者の行動は「私的な利殖」が目的ゆえ、その行動が社会全体を席卷し、企業者による実物投資＝生産活動を阻害してはならないということである。

金利生活者の社会的機能がそのようなものだとするれば、「投資物の購入〔実物投資〕を永久的なものにし、それを結婚のように、死亡またはそれ以外の重大な原因という理由がないかぎり解消できないようにすれば、私たちの時代の害悪〔失業〕に対する有効な救済策になるかもしれない」¹⁶⁾。率直に言えば、これは投資市場＝証券市場の廃止である。しかし、それでもなおジレンマは残るだろう。というのも、投資を流動的にしている——投資収益の獲得権が売買できる、また投資の再評価機能をもつ——証券市場は、新投資を阻害する一方で、新投資を容易にもしており、それを廃止するわけにはいかないからである。

少々入り組んでいるが、これは次のように理解できる。つまり証券市場が存在するために、新しい資本資産を購入した（購入契約をした）個々の投資家＝企業者は、必要に応じて投資収益の獲得権＝証券を市場で売却できると信じている、すなわち資本資産の購入は「流動的」だと考えている。だが、たとえ彼が証券を売却しても企業の生産過程は続行しており、社会的にみると投資（実物投資）は「固定」されたままである。個々の企業者からすれば、実行した投資は流動的だ（証券として売ることができる）という安心感があるため、証券市場が存在しない場合に比べると、投資に対する不安は薄れて高リスクの実物投資も実行可能になる。証券市場がもつこの流動的な

側面は、社会の貯蓄が増えるにつれて金利生活者の活発な行動を促し、その市場は投機的な色彩を帯びたものになろう。だからといって、投資契約を永久的なものに（つまり証券市場を廃止）したとしても、社会に人々の貯蓄資金を吸収する他の手段（現金や預金などの保蔵手段）があるかぎり、高リスクの負担（実物投資）を嫌う人々は現金保有を選ぶだろうから、貨幣保蔵を禁止しなにかぎり新投資は妨げられる。

貨幣保蔵のもつ危険性とは、それがもたらす新投資の低下・衰退によって雇用と所得が累加的に減少することである。したがって、貨幣形態による富保蔵が可能であるかぎり、むしろ組織化された証券市場があった方が、実物資産を購入する契約（投資）を魅力あるものにする。そうだとすれば、所得の使い途を、消費するか特定の資本資産の生産を注文する以外に、選択の余地がないようにするのが、「現代世界の経済生活を悩ませている確信（confidence）の危機に対する、唯一の根本的救済」¹⁷⁾となろう。証券市場の廃止と貨幣保蔵の禁止という極端な結論は、ケインズが実行を求めていたものではない。大切なのは、人間の「富への欲求」を前提にしたときの、貨幣（ひいては貨幣保蔵）の必然性と、発達した証券市場がもつ両義性——それが存在しない場合に比べて、投資を阻害しかつ容易にもするという両義性——の認識である。彼は、貨幣保蔵と証券投資の動機（これは speculative-motive の語に包摂された）の廃絶をめざしたわけではなく、それを社会目的に合せて上手に管理する方途を探った。だからこそ、そうした関係を包括的に表現した『一般理論』の一般的な経済体系は、そしてその体系における「資本」概念は、今日なお顧みるに値する。

「金利生活者」を「機能喪失した投資家（functionless investor）」¹⁸⁾と言い換えたケインズにとって、長い眼で見れば、彼らは自滅していく存在でしかなかった。すなわち、資本量が増加すればその限界効率も低下するため、リスク費用（利子）と企業者への報酬（利潤）は、つまり両者を合わせた「正常利潤」¹⁹⁾は自ずと低下していくはずだから、過剰なまでの貨幣量を保つことによって、利子という形での分け前が存在しなくなる状況を夢見たのである。実物資本の使用による収益（使用者費用を控除した後のそれ）が、「その財の生産の労働費用に加えてリスクおよび技術と経営〔判断〕の費用をちょうどカバーする」状況、言い換えると、資本の生産（つまり雇用）の極大化と正常利潤の極小化は、さほど遠くない将来に実現できるものと考えられた。これは、「金利生活者の安楽死を、したがってまた、資本家が資本の稀少価値を搾取しようとする累加的な抑圧力の安楽死をも意味しよう」と²⁰⁾。その実現に実践上の障害はないという彼は、いわば革命的な社会変革のヴィジョンを示したのである。

しかしながら、その見通しが、一国単位のしかも先進国内でのそれであったこともまちがいない。大規模な国際資本移動や発展途上国が視野に入っていないため、今日の私たちからすれば、その見通しが楽観的に過ぎたと批判することも可能だろう。そればかりではなく、先進国内部では、ケインズの時代に比べて余剰資金の規模ははるかに拡大し、機関投資家の存在もさらに重くなった。こうした資金が運用される証券市場は、とどまることを知らないかのごとく拡大し、富

への欲求も speculative-motive も、衰えるどころかさらに活発化した²¹⁾。ということは、世界的にみると、資金量はもちろん資本量の拡大がケインズの予想をこえて進んだことを意味する。その行方について正確な見通しを立てることなど不可能だが、それがもつ意味についての若干の考察は可能だろう。

(2) 証券市場²²⁾と speculative-motive

ケインズの社会変革のヴィジョンを、そして資金量の拡大という今日の現実をふまえながら、投資市場＝証券市場がもつ両義性（その功罪）を再度取り上げよう。金利生活者が極楽往生の対象とされたのは、彼らの行動が雇用の創出・拡大という社会目的にほとんど貢献しないためであったが、以下でもこの点に注目したい。

今日の先進諸国における資金量の拡大あるいは金融部門の成熟には、企業が実物投資において利益をあげることが徐々に難しくなったという現実が反映されている。前段までの考察に従えば、これは、もっぱら資金需要者としての側面が注目されてきた企業が、余剰資金（多様な金融資産）を抱えることによって、企業自ら「金利生活者」的側面をもつに至ったことを意味する。これを言い換えると、企業者と金利生活者を厳密に区分しえなくなったこと、あるいは、「企業者」を一つの階級ないし概念として括れなくなったことでもある。もちろん、経営の技術と判断力を駆使して実物投資に邁進する企業それ自体はなお健在だが、成功を収め続けてきた企業は、その成功ゆえに余剰資金の運用という課題を担わざるをえない。資本の限界効率が低下しつつあるとすれば、その余剰資金（個々の企業からすれば留保利潤や減価償却の積立金などだが、当期のフローは社会的見地からすれば貯蓄である）は否応なく証券市場へと向かう。これは「金融準備（financial provision）」²³⁾が膨張していく姿と重なっており、その背後には、消費性向の漸進的低下（裏返せば、貯蓄性向の漸進的上昇）という豊かな社会の宿命もあった。金利生活者や豊かな個人のみならず企業をも含めて、社会全体が余剰資金を抱えるに至ったのが、今日の先進諸国の現実である。しかし、豊かになったからといって、企業であれ個人であれ、個別経済主体の富への欲求が失せたわけではない。事実はその逆である。消費性向が低下する（貯蓄が増える）につれて、実物投資の意欲は減退するはずだから、行き場を失った資金は、speculative-motive に導かれて、直接にあるいは機関投資家や専門業者の手を経由して証券市場へと流れ込んでいく。

細かい話になるが、本稿では、「投機的動機」ではなく原語のまま‘speculative-motive’と記したので、ここでその理由を述べておきたい。一般的に日本語で「投機」という場合、その語感から「賭博」的行為が連想されがちだが、ケインズのいう speculative-motive の意味内容はもっと広い。すなわち彼は、市場心理の予測に関わる動機を speculative-motive と表現しており²⁴⁾、これは「賭博」的動機にとどまらず、ごく普通の資金運用に関わる「思惑」「利殖」的動機をも含んでいる。これらの動機を含む speculative-motive は、不時の出費に備える precautionary-motive（予備的動機）や生産・流通活動に関わる transactions-motive（取引動機）とは厳密に区別された。

その区別に従うとすれば、実物資産購入と金融資産購入の差に関係なく「投資」と呼ぶ今日の常識に依存して、生産・流通活動にも speculative-motive が作用していると拡大解釈することは許されない。ケインズは、収益が不確実な投資行為（企業者だけの行為）の動機²⁵⁾を animal spirits（血気）と表現して、speculative-motive とはっきり区別した。要するに、speculative-motive とは貯蓄資金の「運用」にまつわる動機であって、実物投資に関わるそれではない。この点については、『一般理論』における貯蓄と投資の定義を想起すれば容易に諒解されよう。

Speculative-motive に促された経済主体の行動は、今日では各国証券市場の活発さに反映されている。余剰資金が証券市場に向えば向うほど利子率（証券の利回り）は低下するだろうが、その低下は資金運用者の富への欲求を満足させるものではなくなる。それゆえ低利に甘んじえない人々は、証券の値動き（価格変化）に乗じて利益を得ようとし、他者に先んじていかに値動きを予測するかを競い合うことになる。こうなると、大量の資金を扱い、またそうであるがゆえに価格を動かさうる専門業者（またその背後の機関投資家）や投機家が市場の主役であって、その行動に翻弄される零細な個人は波間の木の葉も同然である。

また、生産規模拡大のための資金をもつ企業に目を向けると、その資金でもって自ら新規投資を行うか既存の同業他社を買収するかという、二つの選択肢が考えられる。近年は、競争の激化や利潤低下を招きがちな前者よりも、後者が選ばれる傾向にある。かりにそのために必要な資金が不足したとしても、大企業・優良企業であればあるほど資金調達は容易であり、それを仲介するのが既述の国際銀行業である。世界規模での資金運用・調達の場であるユーロ市場は、その発生と存在が結果として各国の金融市場をつないだが、それによって国内はもとより国境を越えた企業買収（M&A）も容易になった。アメリカやヨーロッパで活発化した M&A は各国に波及し、それが繰り返し報道されることによって、人々の speculative-motive も煽られるというのが昨今の現実であろう。

『一般理論』には、ひたすら資本増価をめざすアメリカの証券市場はその「国民的な弱点」²⁶⁾を示すと評した箇所があるが、国の如何を問わず証券市場の発達には人々の行動と性格を変えてしまうのだろうか。証券市場のみならず外国為替市場や商品市場にも見られる同様な状況は、特異な才能をもつ者や機を見るに敏な者にとって恰好の活動場であり、生き甲斐でもあろうことは想像に難くない。そればかりではなく、speculative-motive が社会に深く浸透していくにつれて、その種の才もない普通の個人まで本来の自己（いわば自立的な意志）を喪失し、speculative-motive に煽られて行動し始める。あるいはむしろ、そうしないことの疎外感——孤独と不安——を怖れるかのように、社会の趨勢に歩調を合わせ始めるといべきだろう。こうなると、やや乱暴な比喩だが、台頭するファシズムに屈服するほかはなかった個人が思い出される。ある種の趨勢が社会全体を覆い始めたときの、個人の孤独と不安そして大勢への順応は、近代社会の避けがたい宿命といえるかもしれない²⁷⁾。昨今の日本でも、大臣、中央銀行総裁、財界人等による「私的な利殖」から、一般公衆のオンライン取引に至るまで、社会全体が富への欲求に取り憑かれたかの

とくだが、それが意味するものは何か。さらには、意味のない「改革」をわめいた元首相に対する熱狂的な支持も、(富への欲求と同じく) 個々人の漠然たる不安を裏返した大勢順応だろうが、いずれにせよ、孤独と不安を抱えた個人の speculative-motive への依存という不気味な現実を、私たちはどう受けとめるべきか。

一昔前であれば、家族や共同体の絆そして友情などが、人々に現実的かつ心理的な安定感をもたらしたはずである。あるいは、宗教上の精神や質素儉約の伝統を拠り所にして、富への欲求を批判したり個人を説得することができたかもしれない。だが、そうした拠り所が希薄化した今日、孤独や不安を抱えて市場経済の中に置かれた個人は、その疎外感を癒すために心の底にある富への欲求を speculative-motive として顕在化させる。Speculative-motive が作用する場も含めて、今日の私たちは「市場経済にある」といわれるが、その機能や目的はそれを思い描く人々に応じて様々ゆえ、改めて市場経済のあり方ないし経済学の思考を問い直す必要がある。すなわち、

「改めて検討されるべきは、「市場原理」においていうところの「市場」の内実であろう。労働や生産と結び付きをもった「市場」は、その根底に「社会」をもっている。しかし、為替市場や証券市場においては、そうではなく、「社会」との結び付きは甚だ遠く間接的である。他を出し抜いて金銭的な利益を掬うことだけが自己目的化しているにすぎない」²⁸⁾

この指摘には、モラル・サイエンス (人間と社会の科学) としての経済学の伝統、そしてそれを受け継いだケインズの思考と重なるものがある。経済学にはこうした伝統があるにも拘らず、市場経済の機能や目的が真剣に問われることは少なかった。

いうまでもなく、資本、貨幣、債券の「市場」は、いずれも人間自身が作り出した歴史的・社会的な産物である。それぞれの市場における競争的売買によって、財、通貨、証券の価格形成が行われるが、市場の目的は競争それ自体ではなく、競争を通じた合理的な価格形成によって人間と社会を利するところにある。手段であるはずの競争が目的となり、市場参加者が他の参加者を出し抜くことに興じ始めると、市場は賭け事の場に化す。とはいえ、モラル・サイエンスの立場からいかに諭されようと、私たち自身が、「他を出し抜いて金銭的な利益を掬う」社会の趨勢に順応せざるをえない今日、経済学の思考と市場のあり方にどう迫ればいいのか。

(3) 経済学の思考と市場の現実

ここで注目したいのは、資本、貨幣、債券 (証券) の三市場に加えて、人間の労働もまた市場原理に晒されている現実を、どう受けとめるかである。経済学では、これをたんに「労働市場」の需給関係として捉えるのが一般的だったが、社会目的に合せて主体的に市場機能を活用するという人間中心の立場からすれば、そうした把握は粗雑かつ単純すぎる。従来、経済学者が人間

の雇用を「労働市場」の需給関係に委ねて動じなかった背後には、素朴な市場認識ひいては市場原理に対する無邪気な信頼²⁹⁾があったと思われる。しかしながら、あらゆる思考を尽して雇用拡大の方途を探った『一般理論』をあげるまでもなく、失業 (unemployment) の問題は、「労働市場」の需給に委ねて解決できるというものではない。個々の人間にとって、労働そして雇用は生存のための必須の前提であり、市場原理とは比べ物にならないほど大きな意味をもっている。

財市場、貨幣市場、証券市場における需給の不一致は、財価格、為替レート、証券価格の変動をもたらすが、それ自体が個人の生活に致命的な影響を及ぼすというものではない。しかし「労働市場」のそれは、賃金の変化 (低下) にとどまらず失業から生活の崩壊にまで至ることがあり、個人にとっては大きな脅威である。たとえば、豆腐の値段が上がること、円の対ドル相場が下がること、A社の株価が下がることなどと、賃金のカットや失業との間には、人間生活にとって決定的な違いがある。ここでは、いわゆる「労働市場」(市場原理)に委ねても100%の雇用は保証されないこと、したがって財市場、貨幣市場、証券市場と「労働市場」との決定的な差を強調しておきたい。かりに後者を「市場」とみるにしても、発生した失業を市場原理の結果だと放置するのではなく、万全な対応を図るのが民主主義社会における政治の役割であろう³⁰⁾。とはいえ今日なお、先進諸国ですら国民の間にそうした合意は見られず、失業を「自己責任だ」という冷酷な声もある。これは上述した個人の孤独や不安と表裏の関係にあると思われる。すなわち、speculative-motiveが浸透した社会とは、ある程度の豊かさとして「自由」³¹⁾が確立された先進諸国だが、そうした社会であればあるほど、人々は「自由」を獲得した反面、伝統的な拠り所を喪失しており、その疎外感是一段と強くなる。それを癒すのが富への欲求 (その実現) だとすれば、speculative-motiveの浸透とは個人の疎外感を裏返した現象にほかならない。そうである以上、人々がいよいよ私的な利殖に没頭し、他者の状況 (失業や貧困) や相互の絆について無関心になることも避けがたい。むしろこれは、伝統的な拠り所を失った代償として「自由」を得た近代人にとって、speculative-motiveへの傾斜が新たな拠り所=生き甲斐となった現実からの推測である。

資本主義経済の制度下に置かれた個別経済主体の speculative-motive が、消すことのできないものだとすれば、財市場、貨幣市場、証券市場での「私的な利殖」もまた消すことはできないだろう。とはいえ、大・小の取引者が自由に参加し自由に売買を行なう市場では、大口取引者の行動が市場の価格形成を支配するという現実があり、これはテキストが前提にする「自由な競争」という抽象世界ではない。その認識も希薄なまま売買に参加した個人は、市場価格の変動に振り回され、致命的な損失を蒙ることが多い。だからこそ、ささやかな利殖に甘んじる慎重な個人は、市場には直接参加せず、投資信託など普通のファンドに資金を委ねる。そうした傾向が強くなればなるほど、(ファンドを運用する専門業者を含めて) 大口取引者が増え、市場は「駆引き」の場となるため³²⁾、個人としての公衆はさらに市場から遠のいていく。しかし、個人としての公衆が市場から退出したにせよ、社会全体からすれば、その貯蓄資金は誰かが何らかの形で運用しな

ければならず、市場が不要になるわけではない。

社会が豊かになるにつれて、ますます多くの人が speculative-motive の虜になるのは否定し難い事実である。だが、すでに莫大な富を形成し終えた者あるいはその渦中に生まれた者にとって、speculative-motive はもはや一次的な関心ではないかもしれない。富の形成や speculative-motive が二次的な関心となった者にとって、一次的な関心（抛り所）とは何だろうか。多数の人間が speculative-motive に目覚めるに至った今日、とくにそうした関心を失ってしまった一部の人間＝富裕な遊民が、改めて企業活動（資本と雇用の拡大）に復帰・専念することはありえない。むしろ政治権力、名声、遊蕩、芸術、慈善などに生甲斐を見出すことになろう。富への欲求が薄れたにせよ、新たな抛り所や刺激を求めるのが人の常であり、近代人の孤独や不安は容易に癒されるものではない。時折耳にする、大富豪による慈善団体への寄付³³⁾もそれを示す一例だろう。このことは、精神的な抛り所としての宗教の重さを想起させるが、なお稀有な事例であって世の大勢とは言いがたい。

人間と社会が作り出したこうした現実には、しばしば指摘されるように、歴史的時間の中における不可逆の現実である。社会に深く根付いた speculative-motive（そして権力欲）もまた、私たちを取りまく不可逆の現実の一つである。理想的な社会であれば、賭博行為に関心をもちたないよう人間を躰けることも可能だろうが、「普通の人たちや社会の主要部門が、現に金儲けに耽っている以上、ルールと限度をもってそのゲームをさせておくのが、いまなお、賢明かつ慎重な政治手腕ではないだろうか」³⁴⁾とは、ケインズならではの至言であった。富への欲求や speculative-motive を根絶やしにするのではなく、それを認めることによって、危険に充ちた人間の気質（権力欲）を無害な方向（金銭欲）に誘導した方がいいという柔軟な思考は、後世への貴重な助言だったと思われる。

全体主義国家を念頭に置くかぎり、この助言はまちがいに有益なものであった。しかしながら、彼は少々楽観的にすぎたかもしれない³⁵⁾。というのも、権力欲と金銭欲とが分離されたところに若干の懸念が残るためである。すなわち、資本主義的な近代国家（とりわけ民主主義が未成熟な国家）では、確立された既得権（権力）と経済上の分配（金銭）とが密接に関連しており、金銭欲を充たし終えた者（家族）は、それを維持する手段として次に政治権力（そしてその世襲）を求めるだろうからである。

Ⅲ. 「資本」概念の錯綜

(1) 発想の転換

富保有欲や金儲けの動機を否定せず、その賢明な管理をいう『一般理論』の知恵から、私たちは何を学ぶべきか。改めて振り返ると、実物投資と証券投資を、あるいは投資と貯蓄資金の運用を問わず「投資」とよぶ通俗的な語法に、「資本」概念の錯綜の一因があった。また、富への欲求の近代的現象である speculative-motive（その反面としての孤独や不安）が社会に深く浸透した状

況を、モラル・サイエンスとしての経済学の伝統（ケインズの「資本」概念）を軸にして捉えてきたが、それでもなお物足りなさが残ることは確かである。『一般理論』の思考をふまえるにせよ、speculative-motiveに翻弄されている私たち自らが、新たな一步を踏み出せないものだろうか。その契機たりうるという自信はないものの、幾つかの論点を敷衍して「資本」概念の錯綜に迫りたい。

これまでのところ、資本量の変化と雇用量の変化はパラレルと想定し、資金量の変化と雇用量の変化については、同方向であるにしてもその弾力性は低いとみなしてきた。証券投資ないし資金仲介に携わる金融業一般がもたらす雇用量は、実物投資のそれに比べると「きわめて小さい」という判断は、実際の数字によっても裏付けられる。また資金量の変化と雇用量の変化との関係は、時には逆方向に動くかのごとくである³⁶⁾。それにも拘らず、社会における金融・証券市場のもつ重さは他の市場に優るとも劣らない。その市場がなければ、余剰資金は貨幣形態で保蔵されるし、そうなるリスクの高い新投資を企てる企業者も大幅に減少するだろう。その市場がもつ両義性を思い起こし、それを世界経済全体の中に（上述の「国際的な資金流通と金利構造の図式」に）位置づけてみると、ユーロ市場を介した国際的な資金流通が世界の経済発展を促してきたことはまちがいない。これについては、ユーロ市場の規模が小さかった1970-80年代と今日とを比較すれば十分だろう。かりに問題があるとすれば、その市場がより有効な資金利用を妨げはしなかったかである。

資金利用の「有効性」は、①雇用拡大に資するかどうか、②金融市場の効率性を高めるかどうか、によって測るほかはない。①については、それを量的に確認する術はないものの、アジア諸国やBRICsとよばれる国々の経済成長から、全体としての世界の発展（雇用の拡大）を推察しうる。しかしながら、それを追う途上国の企業や公的機関が発展のための資金をユーロ市場から直接調達するのは、（格付けが低いために）今なお困難である。その意味では、先進国の貯蓄資金を途上国の生産活動にどう導くかが懸案となる。ここで、（かつてIMFが企てたように）途上国に資本取引の自由化を促したり、先進国の短期資金に期待したりするのは早計であり、然るべきプラン（先進国や国際機関による公的な支援）に基づいて長期資金の導入をはかるべきだろう。

ところが②の事情は複雑であり、あれこれ考えざるをえない。その複雑さは、金融市場の「効率性」を高めていると自負する各種ファンドの資金運用にもつきまといっている。その資金運用の現実、投資対象企業の実体価値と市場価値のズレに着目し、前者が後者より大きいと判断すれば「買い」に、逆の場合には「売り」に回るというものであろう。いま、簡単に実体価値と市場価値と記したものの、その内容は漠然としている。現実の資金運用の場におけるそれは、（虚偽はないと仮定した場合の）企業の財務諸表³⁷⁾と市場によるその（企業価値の）評価、さらに一步踏み出せば、企業の予想収益とそれに対する市場の評価であり、両者の差の主体的な判断がファンドによる金融資産の売買を促すものと理解できる。別な表現をすれば、資本の限界効率とそれに対する評価との差、あるいは投資収益に関する「期待」と「期待の期待」との差が、ファンドによ

る売買をもたらすということである。両者の差が埋まって「正常な水準」に落ち着くのだとすれば、ファンドによる売買は金融市場の「効率性」を高めたといえるかもしれない。しかしながら、その売買が経済発展（雇用の拡大）と無関係であれば、架空の上に架空が積み重なったにすぎず、その「効率性」に何の意味があるのかということになろう。だがこの架空という認識によって、生産力に着目した既存の「資本」概念に固執したいわけではない。ならばどう考えるかである。

少し角度を変えて「資本」概念を考えてみよう。その内容は、金融資産市場の需給分析や均衡ではなく、高度に発達した金融市場をもつ現代的脈絡において流動性選好論をどう理解すべきかである。上述した M_2 に関わる流動性選好とは、社会全体の貯蓄のストックが、貨幣と金融資産との間にどう配分・保有されるかであり、それは経常利子率（既知の値）と人々の心理状態（speculative-motive）に依存する。これは従来、（一般均衡の枠組における）個別経済主体の資産選択行動として理解されることが多かったが、ケインズの意図はそうではなかった。すなわち流動性選好論の主旨は、人々の心理状態が貨幣→金融資産（金融資産→貨幣）に傾くことによって利子率が下落（上昇）し、そのことが投資と雇用（ひいては資本量）の拡大（縮小）をもたらす可能性への着目にあった。と同時に、そのプロセスに通貨当局が介入すること——金融政策（主に公開市場操作）——によって、人々の心理状態（そしてそれが作り出す利子率の水準）に影響を及ぼしうるところに力点があった。つまり金融資産の売買（証券市場の存在）を視野に入れた流動性選好論とは、国民経済における通貨管理の有効性を探るためのものであって、個別経済主体による資産選択の分析を直接の目的にしたものではない。ここで大切なのは、全体としての公衆の心理形成における間主観性（inter-subjectivity：相互主観性）³⁸ であり、孤立した経済主体の主観そのものではなかった。

間主観性という貴重な認識を継承するにせよ、ケインズの時代に比べてさらに発達した金融市場をもつ今日、公衆の心理状態の内奥にどう迫ればいいのか。その問題に立ち入るために再び speculative-motive を思い起こせば、二つの論点が浮上してくる。第一は、speculative-motive の背後には近代社会における個人の自由と疎外感が認められ、また speculative-motive は国境を越えた資金流通として現象しているが、これらは事の善悪をこえた不可避の現象だということである。それが「不可避」の現象であることとその評価とは別の問題だが、ここはそれを評価する場ではない。第二に、そうした現象＝事実をふまえると、伝統的な「資本」概念にとどまりえないことである。すなわち、伝統的な「資本」概念は資本の生産力に着目したものであったが、さらにそれは二つの思考に分類できる。まず、①利潤ひいては利子を生むものとしての資本であり、次に（①のそれを前提にしつつも）、②所与の利潤を想定し、それを現行の利子率で割って資本価値を評価し直すものである。この場合の「資本」とは、既知の値としての利潤と利子³⁹によって類推・評価される大きさ（貨幣価値）である。簡潔に言えば、①の思考が「資本→利潤・利子」であるのに対して、②の思考は「利潤・利子→資本」と逆方向である。要するに②は、①

の発想を逆転させた「資本」概念というべきだろう。

こうなると②の議論は、「擬制資本 (fiktives Kapital: 架空資本)」とか「資本化 (capitalization: 資本還元)」に収斂し、ケインズの思考もそれに属すると思われがちだが、私見はそれとは異なる。その違いを明らかにするには、資本化、利子率、資本の限界効率 (予想利潤率) など、熟考すべき点が多いため、項を改めて考えたい。

(2) 資本化, 利子率, 資本の限界効率

いわゆる擬制資本とは、あくまで「現実資本 (実物資本)」と「剰余価値」の存在を前提にした概念であり、思考の方向はなお「資本→利潤・利子」に属するというべきだろう。他方、「資本化」とは、所与と想定された収益額を既存の利子率 (経常利子率) で割って資本の現在価値を求めることだから、これはたしかに発想の逆転 (「利潤・利子→資本」) であり、金利生活者の speculative-motive に基づく行動を描写するのに恰好である。とはいえ「資本化」の発想では、また現代のファイナンス理論でも、利子率 (あるいは割引率) はむしろ、予想値であるはずの利潤率もまた既知の値 (それを評価する主体ごとに値は異なるが) として置かれる。それ以外に計算のしようがないためだが、それにしてもこうした扱いは (将来の事象の不確かさを減少させよう工夫ではあるにせよ)、不確かな事象を自己の思考枠に封じ込めるに等しい。未知のものは未知として素直に扱う方がいい。

ところで、ここからが本題だが、『一般理論』の思考は「擬制資本」や「資本化」という枠に納まるものではなく、それに関わる概念をすべて日常的な現実に戻し、さらに流動性選好や speculative-motive などの公衆心理を間主観的と把握した上で、人間の叡智はそれをいかに管理しうるか (影響を及ぼしうるか) と考えたところに特徴がある。管理の目的は雇用拡大にあり、資本量と雇用量の拡大を支配するのが「資本の限界効率 (marginal efficiency of capital)」 (それは企業者の animal spirits に左右される) であった。先に、「雇用」を経済発展の指標に置いたのもそのためである。

より詳しくみると、資本の限界効率は、資本財の [経常] 供給価格 (分母) と一連の予想収益 (分子) によって定義されており、その定義の仕方と、所与の収益額を経常利子率で割って得られる資本の現在価値 = 市場価値を得るという思考 (資本化, 資本還元) との間には、微妙かつ本質的な違いがある。あるいは、思考の次元を異にするというべきだろう。そのあたりを的確に説明するのは厄介だが、次のように考えられる。

『一般理論』の重要な分析概念である「資本の限界効率」は、

$$\text{資本の限界効率} = \text{予想収益の系列} / \text{資本財の供給価格} \quad (1)$$

と定義されていたが、一般的には、

$$\text{資本財の供給価格} = \text{予想収益の系列} / \text{資本の限界効率}$$

と書き直して理解されることが多い。その理解に従えば、これは「資本化」を表すところの、

$$\text{資本の現在価値} = \text{所与の収益額} / \text{経常利子率}$$

と大差ないため、「資本の限界効率」とは「(割引) 利子率」のようなものということになる。

要するに、ケインズは、一連の予想収益を利子率（経常値）で「資本化」したという解釈である⁴⁰。

だが、こうした強引な解釈には異議がある。資本の限界効率とは、(1) 式で示したとおり、新しく生産される資本財の供給価格（経常値）を分母とし、それを購入する企業家がそれを用いた生産活動を通じて得られると予想する一連の・何期にもわたる収益額（期待値）を分子に置いて観念しうる値（期待値）であった。言い方を変えれば、資本の限界効率は、資本財の供給価格と予想収益の系列によって定義されたのであって、予想収益の系列を資本の限界効率で割って資本財の供給価格が求められたわけではない⁴¹。ケインズのあるいは『一般理論』の思考を特徴づけるのは、経済的、社会的、人間のかつ心理的な分析概念（ここでは資本の限界効率）の、別の（複数の）概念——その中には抽象概念もあれば客観的に把握可能な概念もあり、また評価する（概念する）主体が複数にわたる場合もある——による分解である⁴²。その関係が、たとえば $A=B/C$ と表記されたにせよ、だからといって勝手に $C=B/A$ だと解釈しうる性質のものではない。

同様な思考は、「賃金単位（wage-unit）」の定義⁴³からも見てとれる。すなわち賃金単位とは、1 単位の普通労働（ordinary labour）に支払われる貨幣表示の賃金（money-wage）だったから、あえて表記すると、

$$1 \text{ 賃金単位} = (1 \text{ 単位の普通労働}) \times (\text{それに支払われる貨幣表示の賃金}) \quad (2)$$

であろう。ならばこれを、たとえば、

$$1 \text{ 単位の普通労働} = 1 \text{ 賃金単位} / 1 \text{ 単位の普通労働に支払われる貨幣表示の賃金} \quad (2)'$$

と書き換えてもいいかどうかだが、少し考えればわかるように、概念上も分析上も (2)' 式は何の意味ももたない。どう小細工しようとも、「1 単位の普通労働」の概念から抽象性を拭うことはできないし、そもそもそれは『一般理論』の分析概念ではなかった。おそらくケインズにとって、分析概念である「賃金単位」を別の概念でもって分解・定義できれば、それでもって用は足りたのである。

経済的、社会的、人間のかつ心理的な分析概念 (A) を別の概念 (B, C) に置き換えて説明する場合、 $A=B \cdot C$ とはそれを記号によって（数学的に）表現したものであって、計算式と混同して ($B=A/C$ と書き換えて) はならない。すなわち、経済学上の概念と $6=2 \times 3$ ($2=6/3$) を同列に論じてはならないのである。別のところで挙げた例だが⁴⁴、家屋をレンガと労働によって定義したからといって、労働とは家屋をレンガで割ったものだとはいえないのと同じことである。

以上をふまえていけば、資本の限界効率の概念は、「資本→利潤・利子」と「利潤・利子→資

本」の両者の思考を包摂するとはいえ、不確かな事象を己の思考枠に閉じ込めてしまった両者の限界（非現実性）から脱却した独特の着想であった。すなわち、資本の生産力を重視しながらも、最初からそれが「生産力」をもつ（利潤を生む）のだと決め付けることなく、未知のもの（予想収益）は未知として扱った。改めて要約すれば、資本の価値とは現在値（実物資産の供給価格＝生産費）であり、それが生むであろう利潤は将来にわたる一連の期待値である。だから、資本の限界効率もまた期待値であった。その期待値と利子率（現在値）を比較・評価する企業者は、前者が後者をかなり上回ると期待される場合にのみ、投資（実物資産の購入）に踏み切るのである。

ところで、私たちの社会は企業者だけから構成されているわけではない。利子率の大きさにしか関心のない金利生活者をはじめ、speculative-motive に促されて行動する多くの人々が存在する。こうした人々の資金は、当人の意図がどうであれ、積もり積もって世界的な資金流通として現象している。だとすれば、人々の speculative-motive も（資本の限界効率も）また世界的な場で捉え直す必要があるだろう。

(3) speculative-motive の世界化と真の社会的費用

近代化ないし資本主義化の歴史は、世界的に見ると 200 年以上にも及ぶ。また証券市場が身近な存在となり、私たちが speculative-motive に支配され始めてからかなりの時間が経過した。いま、その趨勢が中国やインドを含めた途上国全体にまで及んだ状態を想定してみよう。むろん、それに先駆けて資本量・雇用量の拡大があったものと想定する。先の「国際的な資金流通と金利構造の図式」でいえば、これは最下部の斜線部（非資本制領域）がほとんど無くなった状態でもある。

旧来の共同体機能が失われ、人々が個人ないし家計単位で行動している状態は、ケインズに従えば企業者、労働者、金利生活者の三つの階級から成る世界であった。これは今日の先進諸国とりわけその都市生活を髣髴させるが、そこで孤立して生きる個人が拠り所として求めるのは、一方で友情などの精神的な絆であり、他方では私的な利殖（そして権力）である。いま私たちが前者を求めても、青少年期の友情や家族愛を元どおりに回復することは不可能であり、実際に得られるのはその擬似物——たとえば同窓会や冠婚葬祭などでの一時的な懐古と安堵——でしかない。それでも充たしえない強烈な孤独は、宗教への帰依やその仲間たちとの連帯感などによって癒すほかはない。また後者である私的な利殖は、増価した金額を客観的な値として確認しうするため、前者よりもリアルな充足感をもたらすかもしれない。しかし、よく考えてみると、私がつけている預金の残高や A 社株の時価額が、どれほど確かなものであろうか。預金の利子や株の増価による満足度が、同窓会での旧友との昔話、あるいは冠婚葬祭で兄弟・親族と交わす懐古談のそれとどれほど差があるのか、それを正確に比較する術はない。また不況、インフレ、倒産などによって資産額が減ったり無に帰すこともあるし、昔話の相手が居なくなることもある。

私的な利殖の動機である speculative-motive は、ケインズによれば、「投資（これは企業者の行為

である)」ではなく「貯蓄資金の運用」に関わっていた。また、その行為の代表者である金利生活者は安楽死の対象であった。こうした社会ビジョンが、一定の共感をもって迎えられた事情は何であろうか。そこには、たんなる「金銭の空しさ」という感覚をこえた、冷静な判断があったと思われる。

あれこれ事例をあげるまでもなく、古今東西、ごく普通の人々が金貸しや金融業者に対して疎ましい感情を抱いて（ひいては蔑視して）きたことは確かである。それにも拘らず、その人自身が「一儲けしたい」欲求をもっていることも否定し難い事実である。この蔑視と欲求は、私たちにとって、いわば表裏一体のものである。それを承知したにせよ、金融業者に対する疎ましい感情をどう説明すればいいのか。ここでも『一般理論』に依拠すれば、「真の社会的費用 (real social cost)」⁴⁵⁾の概念が手がかりになるかもしれない。すなわち、同書における生産費＝長期供給価格の把握は、

$$\text{長期供給価格} = \text{主要費用(使用者費用+要素費用)} + \text{補足費用} + \text{正常利潤(リスク費用+純粋利率)} \quad (3)$$

と整理できるが、これに従えば、リスク費用は資金提供者である金利生活者に帰し、純粋利率は生産者である企業者に帰す。この純粋利率をケインズは「真の社会的費用」とも呼んだが、その背景には、企業者に資金供与する金利生活者とは、純粋利率にリスク費用（リスクプレミアム）の上乗せを要求するだけの「機能喪失した投資家」（前述 50 頁）だという認識が控えていた。企業者には「真の社会的費用」を担う者としての榮譽が与えられる一方、生産活動において機能を喪失した（雇用を提供しえない）者、あるいは資金提供して分け前を要求するだけの者は社会的に無用であり、存在する意味がないかのごとくである。後者に「安楽死」が求められた所以である。

しかしながら、これが貯蓄と投資の理論的な識別から導かれた結論であり、また階級としての金利生活者に極楽往生を求めた論拠であるにしても、金融仲介業や金融市場の機能まで否定されたわけではなかった（証券市場の両義性を想起されたい）。貯蓄主体→運用者（金融仲介業者）または金融市場→投資家（企業者）、という資金流通の中では、貯蓄資金の仲介・運用は誰かが・何かが担わざるをえない仕事だからである。自ら投資をする意志はないにも拘らず、「私的な利殖」を求めて speculative-motive に翻弄される貯蓄主体は、自らの判断の下に市場で金融資産を購入するか、その資金を金融仲介業者に委ねるほかはない。貯蓄と投資をつなぐのが金融仲介業者だが、貯蓄主体の付託に基づいて投資対象を選ぶという行為、それ自体がリスク・テイクである。したがって金融仲介業者には、自らの行為がリスク費用の一部を受取るに相応しいという自負であろう。他方、貯蓄主体からすれば、その行為と自負こそが疎ましい。なぜなら、リスク費用の一部は、もし貯蓄主体が自ら判断して投資対象に貸付けていたならば、支払わなくてもよかった費用（自分が受け取っていたはずの収入）だからである。要するに貯蓄主体は、金融仲介業者の行為

を右から左に資金を回すだけの行為⁴⁶⁾とみなし、それをリスク・テイクと考えたくないのである。自己の資金を委託しておきながら、委託先の失敗や違法行為が明るみに出ると、自己の委託を忘れたかのように非難の輪に加わるという独善性は、社会全体に speculative-motive が浸透するにつれてますます強くなるものと予想される。

『一般理論』の思考をふまえつつ新たな一步を目指したものの、自らの独善性が浮かび上がっただけで、その意図は空回りに終わったかもしれない。しかしながら、それは私の力不足のせいであって、近い将来、新しいヴィジョンの下に、誰かによって、speculative-motive の位置づけがなされるであろうことはまちがいない。

IV. 結びにかえて

中世ヨーロッパの人々は、金融の分野においてリスクを負う者と負わない者とを、銀行業者(両替商)と高利貸とを冷静に認識していたという⁴⁷⁾。だとすれば私たちにも、金融仲介業者と金利生活者についての冷静な認識が求められる。だが上述のとおり、今日なお、一般的には両者の区別もしないまま、端的に言えば、金融仲介業者もファンド業者も高利貸も金利生活者も十把一絡げにしたままの、「疎ましい感情」には根の深いものがある。金利生活者、零細な預貯金を抱えた個人、そして膨大な余剰資金を抱えた企業が、speculative-motive に翻弄されている現実を、他人事とみてその金銭欲を批判するのはたやすい。だが他者批判に終始しえないことは、繰り返し述べてきたところである。

ならばどうするかだが、現実を直視して市場経済のあり方を問う場合、「真の社会的費用」あるいはそれを他面から捉えた「真の不確実性 (true uncertainty)」⁴⁸⁾を、理論的な着眼点にするほかはないと思われる。その考察と分析については、個々人の投資決定のみならず、それを左右する不確実性、確率 (probability)、リスク (risk)、間主観性などをどう捉えるかという難問が待ち構えている。これに論及する素地と準備が足りないため、ここで云々することは控えたい⁴⁹⁾。

最後に付言したいのは、本稿で資本量の拡大を経済発展の指標と捉えたのは、それが雇用量の拡大につながるという認識があったためだが、近年、その意味での経済発展(とりわけ世界大での経済発展)が地球環境の破壊をもたらすという声も大きくなりつつある。その点に配慮すれば、資金量の拡大による speculative-motive の浸透、金融仲介業の盛況、証券市場の発達などは、環境破壊に直接関与するわけではないため、資本量の拡大よりも望ましいということになる。危険に充ちた人間の気質(権力欲)を無害な方向(金銭欲)に誘導した方がいいというケインズの助言を想起すれば、「地球環境を破壊するよりも利殖に耽る方がいい」という逆説的な見解が導かれ、そこに一定の正当性が見出されるかもしれない。とはいえ、世界から失業、貧困、飢餓が消えうせたわけではないから、その見解を鵜呑みにするわけにはいかない。問題はやはり、経済学におけるヴィジョンの如何にかかっている。

注

- 1) 宅和〔2006〕。本稿Ⅱの(1)はそれをベースにしたため、若干の重複があることをお断りしたい。ただし、『一般理論』における資本概念(G)と所得(Y)との入り組んだ関係は本稿で十分に扱えないため、宅和〔2005〕第5章を参照していただくと有難い。なお、その関係の若干については注23)でふれた。
- 2) いうまでもなく、これは『一般理論』からの借用語であり、「投機的動機」と訳されてきた。しかしながら、日本語における「投機的」の語感とケインズのいう'speculative'との間には、かなりのズレがあるように思われる。その説明はⅡの(2)で行なった。
- 3) 多少変化の兆しがあるとはいえ、日本人の貯蓄資金の運用はなお預貯金が大半を占め、また大部分の個人貯蓄は規模が小さいことから推測すれば、様々な利殖手段(speculative-motiveの対象)には興味ない人が多いのかもしれない。しかし、利殖の手段に対する無関心は、利殖それ自体の否定を意味しないだろう。
- 4) 宅和〔2001〕、宅和・松居〔2005〕など。
- 5) ユーロ市場とは国内規制が適用されない非居住者向けの国際金融市場であり、ヨーロッパの統一通貨・ユーロ建ての(ユーロ通貨圏の居住者向けの)金融市場とは別物である。ユーロ市場という場合、ユーロ・ドル、ユーロ・ユーロ、ユーロ・円などの接頭辞「ユーロ」を想起すればよい。また「オフショア市場の総体としてのユーロ市場」という把握については、宅和〔2001〕151-2頁。
- 6) 「金利構造」については、Herring & Litan〔1995〕とMarston〔1995〕からヒントを得た。
- 7) 資金を一商品とみなせば、その「価格」は利子率だから、①→⑤と市場を移るにつれてその値が上昇することは容易に理解されよう。これは、たとえばマグロのキロ当り価格が、水揚げ港→地方市場→中央(築地)卸売市場→地方市場→近所の魚屋、を経るにつれ上昇していくのと同様である。ユーロ市場を「資金の卸売市場」と表現した理由は、マグロのそれからも類推可能だろう。マグロの場合の輸送費と資金の場合のリスクプレミアムは、それぞれ原価への上乗せ分であることに変わりはないが、その質的な差は歴然としている。
- 8) たとえば、*Financial Times*紙の'new international bond issues'の欄から日々の起債状況が確認できたが、2006年の秋頃からその欄はなくなってしまった。なお近年、「国際債」の語が一般化し「ユーロ債」という表現も少なくなりつつある(本文でふれた「ユーロ市場」についても事情は同様)。前者が「外債(foreign bond)」を含まないとすれば、後者と同じものを指すわけだが、両者の関係の仔細は不明である。昨今の状況の若干については、日本証券経済研究所編〔2005〕第11章が参考になる。
- 9) 「ロンドン」といえばイギリスの銀行だけを連想されるかもしれないが、アメリカ、欧州各国、日本等の銀行が投資銀行業務を展開しており、大多数はイギリス以外の銀行である。なぜそうなのか、なぜそうなったかについては、稲富〔2004〕の詳しい考察がある。
- 10) 「雇用量」を置いた理由はごく単純であって、経済発展とは人間(個人のみならず全体としての人間)生活に資すべきものだというにすぎない。仕事と収入がないところに人間としての生活はないからである。とはいえ、「雇用量」とそれをもたらす「資本量」が発展の永遠の指標だと主張するつもりはない。全世界で(準)完全雇用が達成された暁には、人間生活の目標が変わる可能性まで否定はできないためである。しかし、それは達成されていないのだから、「貪欲、利子、用心が、なおしばらくの間私たちの神である」(Keynes〔1930〕p. 331)事情は変わらない。現代経済学におけるヴィジョンの欠如(Heilbroner & Milberg〔1995〕)は他人事ではない。
- 11) 中山〔1953〕19-23頁。また近年のマイクロ・ベース(実務ベース)での多様な「資本」概念については、富樫〔2005〕が参考になる。
- 12) 中山〔1953〕215頁。
- 13) 一般的な経済体系の構図の詳細は宅和〔2006〕。
- 14) Keynes〔1936〕p. 154.
- 15) *Ibid.*, p. 159.
- 16) *Ibid.*, p. 160.

- 17) *Ibid.*, p. 161. また、証券仲介業への課税や売買手数料を高くすれば、公衆は投機の害悪から逃れることができるという指摘 (p. 159) は、自由化の趨勢とは逆の指針だが、逆であるがゆえに興味深い。
- 18) *Ibid.*, p. 376. これに依拠すれば、「機能する (functional)」とは「雇用を作り出す」ことにほかならない。
- 19) *Ibid.*, p. 68.
- 20) *Ibid.*, pp. 375-6.
- 21) 「私たちは、金利生活者の「貨幣愛」を簡単に馬鹿げたことと嘲笑するわけにはいかない」として、『一般理論』の哲学的背景に迫った試み (鈴木 [2004 a]) は、本稿を書き進める上で大きな励みとなった。
- 22) ここでは「証券市場」だけを挙げたが、speculative-motiveとの関わりにおいては、財、貨幣、証券 (債券) の市場すべてに、またそこから派生した市場についても妥当することはいうまでもない。
- 23) Keynes, *op. cit.*, chapter 8. 本稿では、「金融準備」ではなくより広義の「余剰資金」の語を用いた。「金融準備」とは使用者費用と補足費用の積立金のストックから成り、一般的には「過剰貯蓄」の一因として理解しうる。しかし『一般理論』では、社会の所得 ($Y=C+S$) が使用者費用と (大半の) 補足費用を控除して定義されていたことに鑑みると、ストックである金融準備とフローの大きさである貯蓄 (S) とでは、その経済的・金融的影響が異なるところに問題がある。金融準備はもちろんのこと、投資に向かわない余剰資金 = 貯蓄は証券市場に流れ込んで、証券価格を上昇 (利率を低下) させるだけであり、雇用と生産の拡大につながることはない。もちろん利率の低下が認められるため、資本の限界効率がそのままだとすれば、雇用と生産が拡大する可能性はあるのだが、その間にはなお大きな隔たりが存在する。
- 24) *Ibid.*, pp. 158&170. 念のために書き添えておくと、speculative-motive はそれ単独で完結する概念というよりも、speculative-motive に基づく「貨幣需要 (言い換えれば、流動性選好)」を説明する概念であった。それに続く precautionary-motive や transactions-motive についても同じことがいえる。
- 25) 『一般理論』における「投資」とは、社会的にみると新投資・純投資だったから、それに基づく貨幣需要動機を finance-motive と呼んで、他の貨幣需要動機と区別すべきだという見解が古くからある (その契機と展開は、たとえば Davidson [1965] を参照)。これについては「なるほど」と頷ける反面、その動機は $L_1 (Y)$ か $L_2 (r)$ のいずれかに含まれていると返答されればそれまでである。すなわち、動機の細分化それ自体の是非は問題ではなく、細分化によっていかなる理論的貢献がもたらされたかであろう。「金融動機」の提起が何をもたらしたのか、私には詳らかではない。
- 26) Keynes, *op. cit.*, p. 159.
- 27) これは Fromm [1941] を想起した場合の憶測である。むしろ、ハイエクの次の言が的を射ているかもしれない。「個人が自分自身を集団と同一視しようとする欲求が屢々劣等感の結果であり、従って個人の欲望は集団の団員であることが、部外者よりも或る優越感を与えるときのみ満たされるということである」(Hayek [1944] p. 142, 訳書, 187 頁)。
- 28) 鈴木 [2004 b] 224-5 頁。
- 29) 古典派経済学の無邪気さは、『カンディード』(ヴォルテール) を引用して評されたが (Keynes, *op. cit.*, p. 34), この風刺を昔の話として、また他人事として片付けるわけにはいかない。
- 30) いわゆる「セーフティネット」の意義がそこにあることは容易に理解されよう。ところが、「市場原理」とか「自由な競争」など、それ自体では何の意味もない概念の信奉者たちは、その虚構を批判されると、前後の見境を失って「ならば統制経済がいいのか」と筋違いの発言をするのが常である。共同体 (政府) の機能について知恵を尽すことと、全てを政府の統制に委ねることが別の事柄であることはいうまでもない。先に引用した Hayek [1944] にしても、自由と競争を人間社会における当然の前提として置いただけで、その中身については殆んど何も語っていない。同書の内容は、集産主義・全体主義による政治・経済の統制 (統制の必然性) の論証およびその批判であった。
- 31) 「自由」とカッコつきにしたのは、その意味の深さと多様性について思考を尽くすことは不可能だからである。

- 32) これがいわゆる「美人投票」の喩えであった (Keynes, *op. cit.*, p. 156)。
- 33) ある種の宗教観 (たとえば一遍) からすれば、寄付は「自力我執の虚偽の善」にすぎないが、その真意を正しく伝えるのは難しく、貧者の僻目と言われればそれまでの話である。
- 34) Keynes, *op. cit.*, p. 374.
- 35) 宅和 [2005] 394 頁。
- 36) 『国勢調査』の数字をみると、全就業者数のうち「金融保険 (証券を含む)」業が占める割合は、2.79% (2000 年), 2.42% (2005 年) である。
- 37) 企業の実体価値と公表された財務諸表との関係如何という問いは手には負えないが、それというのも、減価償却費 (ないし使用者費用) の控除は——法制上の規定はあるにせよ——個別企業家の主観と期待に依存しており、控除すべき大きさ (素材的にも金額的にも) の客観的な評価が不可能なためである。
- 38) 「全体としての」とは、ケインズ流にいえば 'in the aggregate' だが、この表現にはたんなる「全体」・「集計」にとどまらず、公衆の心理を左右する「間主観性」の意味合いが込められている。『一般理論』における「間主観性」の意義は、鈴木 [2004 a] 77 頁および 87 頁 (補注 2) に詳しい。
- 39) 『一般理論』における利潤と利子との複雑な関係に立ち入るためには、同書の「供給価格」の内容にまで遡らなくてはならないが、これについては注 41) および (3) 式を参照されたい。また利潤と利子は、それぞれ変化の原因を異にするため理論的にも複雑である。『一般理論』をふまえるかぎりでのそれは、本稿でも断片的にふれたが、概ね次のように考えられる (詳しくは宅和 [2006])。すなわち、予想利潤率は資本の限界効率率の概念に等しく、利子率 (債券の流通利回り) は人々の流動性選好によって決まる。その意味において、資本の限界効率率は期待値、利子率は経常値だという差がある。また、前者たる期待値の形成に関わるのが企業者であり、後者を支配するのは金利生活者を始めとする公衆の心理であった。両者の分離——たんなる分離ではなくそれを経済体系の中に位置づけたこと——こそが、経済学の歴史における同書の理論的貢献であった。
- 40) たとえば宮崎・伊東 [1961] 175 頁。もちろん、ケインズ自身が「資本の限界効率率とは……資本の割引率と同等の [に相当する] もの」(Keynes, *op. cit.*, p. 135) と述べたから、こうした解釈もやむをえないかもしれない。しかしながら、あくまで「同等の (be equal to)」ものであって、割引率それ自体ではなかった。これについては、別のところ (宅和 [2005] 146 頁脚注) でも疑問を呈したが、この問題の重要性は早くからナイトが指摘していた (Knight [1921] pp. 329-30, 訳書 406-7 頁)。
- 41) 供給価格については、Keynes, *op. cit.*, chapter 6 の 'Appendix on user cost' を、その解釈については宅和 [2006] 9 頁を参照。
- 42) 「西洋人はすべての事物を簡単な単位に分析し、その単位を基にこれを集積して、複雑なる現象を説明し、広大な文明を建設しつつある」(河上肇 [1915] 48 頁)。いま私たちは、こうした先人たちの素直な認識に学ぶ必要がある。
- 43) Keynes, *op. cit.*, p. 41.
- 44) 宅和 [2005] 114 頁脚注 2。
- 45) Keynes, *op. cit.*, p. 144.
- 46) これを「ピンハネ」行為とみなせば、一般的な財貨の流通業者も商人も似たような事情にあるが、金融業者に対する「疎ましき」ほど強くはないのは、おそらく財貨流通の「可視性」にある。
- 47) 千脇修 [1996] 18 頁。
- 48) Knight [1921] p. 232, 訳書, 303 頁。
- 49) 参考までに掲げておきたいのは Bernstein [1996] である。これは不確実性、確率、リスクに疎い者にも興味深く読める書物だが、特に記憶しておきたいのは、「1970 年頃までは、合理性、測定、そして予測に数学を利用しようとする熱意の大部分が、第二次世界大戦での大勝利がもたらした楽観主義から生じていたことを理解しておく必要がある。……ことによれば、啓蒙時代とヴィクトリア朝時代の夢が、全人類にとってついにかなったのではとも思われた。」(訳書, 329-30 頁)、という指摘である。

引用文献

- ・ Bernstein, P. L. [1996], *Against the Gods*. 青山護訳『リスク——神々への反逆』（日本経済新聞社, 1998年）
- ・ Davidson, P. [1965], Keynes's Finance Motive, *Oxford Economic Papers*, vol. 17, March.
- ・ Fromm, E. [1941], *Escape from Freedom*, 日高六郎訳『自由からの逃走』（東京創元社, 1951年）。
- ・ Hayek, F. A. [1944], *The Road to Serfdom*, The University of Chicago Press, renewed 1972. 一谷藤一郎訳『隷従への道』（東京創元社, 1954年）。
- ・ Heilbroner, R. & Milberg, W. [1995], *The Crisis of Vision in Modern Economic Thought*, Cambridge UP.
- ・ Herring, R. J. & Litan, R. E. [1995], *Financial Regulation in the Global Economy*, Brookings Institution.
- ・ Keynes, J. M. [1923], *A Tract on Monetary Reform*, (in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Macmillan for the RES, IV. 1971).
- ・ ——— [1930], *Economic Possibilities for our Grandchildren*, (CW, IX. 1972).
- ・ ——— [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (CW, VII. 1971).
- ・ Knight, F. H. [1921], *Risk, Uncertainty and Profit*, The London School of Economics and Political Science, 5th Impression, 1940. 奥隅栄喜訳『危険・不確実性および利潤』文雅堂書店, 1959年。
- ・ Marston, R. C. [1995], *International Financial Integration*, Cambridge UP.
- ・ 稲富信博 [2004], 「イギリスにおけるビッグ・バンとその挫折」『金融システムの変容と危機』（第7章）御茶の水書房。
- ・ 河上 肇 [1915], 『祖国を顧みて』（岩波文庫, 2002年）。
- ・ 鈴木芳徳 [2004 a], 「ケインズ「美人投票論」の謎」『商経論叢』神奈川大学, 第40巻第1号。
- ・ ——— [2004 b], 『金融・証券論の研究』白桃書房。
- ・ ——— [2006], 「「自己資本」という問題」『商経論叢』神奈川大学, 第41巻第3・4合併号。
- ・ 宅和公志 [1993], 『貨幣と交換』日本評論社。
- ・ ——— [2001], 『国際金融から世界金融へ』エルコ。
- ・ ——— [2005], 『ケインズ一般理論・論考』日本評論社。
- ・ ——— [2006], 「『一般理論』における資本, 貨幣, 債券の構図」『商学集志』日本大学, 第76巻第2号。
- ・ 宅和公志・松居住花 [2005], 「金利平価条件の意味に関する若干の考察」『商学集志』日本大学, 第75巻第1号。
- ・ 千脇 修 [1996], 「14世紀ブルージュにおける金融と貿易——高利貸・両替商・取引仲介人」『西洋史論叢』早稲田大学, 第18号。
- ・ 富樫直記 [2005], 「自己資本の4つの顔」『経済セミナー』2005年8月号。
- ・ 中山伊知郎 [1953], 『資本の理論（増訂版）』（『中山伊知郎全集』第4集, 講談社, 1973年, に収録）。
- ・ 日本証券経済研究所編 [2005], 『図説イギリスの証券市場（2005年版）』日本証券経済研究所。
- ・ 宮崎義一・伊東光晴 [1961], 『コンメンタール・ケインズ／一般理論』日本評論社。