

《論 文》

Keynesの慣行的判断と株式相場の推移
—期待の自己実現の利益とポートフォリオ・マネジャー及び
証券アナリストの情報操作規制— (中)

渡 部 恒 彦

Looking at Stock Market Quotations through the Lens of Keynes on Conventional Judgment:
Advantage of Self-realizing of Expectation and the Regulation of Information Manipulation
by Portfolio Managers and Investment Analysts

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

J.M. ケインズ (J.M. Keynes), 慣行 (Convention), 慣行的判断 (Conventional Judgment), 自己言及的構造 (Self-referential Structure), 期待の自己実現 (Self-realizing of Expectation), 相場の変動 (a Fluctuation in the Market), 蓋然性 (Probability), 論証の重み (the Weight of Arguments), 認知的不協和 (Cognitive Dissonance), 同調 (Conformity), ソーシャル・リアリティー (Social Reality), ポートフォリオ・マネジャー及び証券アナリストの情報操作 (Information Manipulation by Portfolio Managers and Investment Analysts)

序 章 問題とその背景, 及び論文の概要

第1章 Keynesの帰納的な慣行重視, 及び自己実現的投機

- (a) 不確実性下の慣行的判断 (模倣慣行) の特性
- (b) 帰納的認識に基づいた行動を特徴付ける概念としての慣行
- (c) 投機に見出される資本主義経済の急所
- (d) 論証の重みの低さによる慣行の脆さ
- (e) 「美人投票論」——確信の相互的ダイナミクスから帰結する多数の反射——

第2章 株式相場における鏡面反射的な高次元の読み合いの論理

- (a) 慣行と知識の欠如あるいはその実在——Carabelliの見解を通じて——
- (b) 相場そのものに関する自己言及的な模倣を通じた間主観的期待によって得られる独特な「論証の重み」
- (c) 自己言及的な期待の読み合いの継続の論理の必要性

《以上前号掲載》

- (d) 鏡面反射的な期待の読み合いの打ち切り, 及び「確信の状態」と蓋然性の関係

第3章 株式相場における間主観的確信の形成を支える認知的不協和の緩和

- (a) 認知的不協和とその緩和
- (b) 市場と投資家 (全体と個) の関係——Davisの「平均」について——
- (c) 「Rundeの条件」と自己言及性

(d) 鏡面反射的な読み合いの打ち切りまたは常識による相場の安定、あるいは読み合いの継続と常識の欠如による無秩序の兆候——Dupuyの見解を通じて——

(e) 投機における情報の真偽の無効

第4章 投資市場における同調とその根底にある動機と本質

——投資市場に特有のソーシャル・リアリティー——

(a) 自己言及的過程におけるファンダメンタルズさえ離れた独特な論証の重みを持つ相場の形成——ソーシャル・リアリティー——とその脆さ

(b) 脆ささえ伴わない制度的存在に裏打ちされた間主観蓋然性——慣行の耐性——

(c) 不確実性と慣行——期待の概念としての資本の限界効率と企業価値評価の共約可能性——

(d) 株価バブルの崩壊——相場とファンダメンタルズを巡る虚実の逆転——

《以上第4章本文迄本号掲載、以下次号掲載》

第5章 同調の根底にある動機——社会的比較による確認機能（第1仮説）と斉一性（第2仮説）——

(a) 同調を生み出すポートフォリオ・マネジャー間の競争と不確実性

(b) 社会的比較過程、斉一性、及び親和動機の理論

(c) 同調に働く動機付け——規範的影響と情報的影響——

(d) 模倣主義を巡る近年の動向

第6章 認知的偏向とは異なる証券アナリストによる情報の恣意的利用に対する金融規制の必要性和回避策を弄する金融界の強姿勢——議会公聴会資料より——

(a) 証券アナリストと担当企業の癒着に端を発する資金の非効率な社会的配分

(b) 模倣慣行に支えられた「Rundeの条件」の格好の要因としての認知的不協和の緩和

(c) 認知的不協和の緩和のための知識の排除と重要な情報源としての再浮上の可能性

終章 残された政策課題

第2章

(d) 鏡面反射的な期待の読み合いの打ち切り、及び「確信の状態」と蓋然性の関係

さて、強気の期待が自己実現すれば、そこでは、相場の行方が強気に傾くという事態に反する事実または情報があつたとしても、それは、多数派の相場の上昇に賭けた投資によって自己実現するという事実または情報によって打ち消され、相場の上昇という事実または情報そのものを証拠付ける論証の重みが増す結果、雑多なフィクションを含むかもしれない情報の溢れた市場において、当該期待はより選び抜かれたものとなる。KeynesはKings' Collegeの投資基金の会計係としての自分の運用結果に関するCollegeの財産委員会での1938年5月8日の報告書の中で、「投機家は危険を承知で危険を冒す人であり、投資家は自分が気付いていないリ

スクを冒す人」であると言う意味で「投機家である方が投資家であるよりも安全」であると指摘している⁽⁴³⁾。上に述べた上げ相場で期待の自己実現を確信した投機家の行動も、まさにここでKeynesが指摘する「安全」な「投機家」の行動の一つであると言って良いであろう。

ここで期待の自己実現と言う場合、「期待が経済の基礎的条件に適合しているから予想が実現されるのではなく、予想が誘発した特定の行動によって予想が事後的に現実化する」⁽⁴⁴⁾という事実が重要である。この点は、自己実現の結果の良否は上と同じになるかは分からないが、Carabelliによる次の指摘と一致する。「…この点は、Keynesの若い頃の分析の極めて啓発的な論点であるが、市場の変動は実在する要因によるものである場合もあれば、また、誘導されたものである場合もある。即ち、それらの変動は、実在する要因の結果である場合もあるが、

また誤った噂の結果である場合もある。さらに Keynes は、誤ったニュースの流布によって誘発される実質的効果もあると考えていた」⁽⁴⁵⁾。

この過程を支える要因は、情報通りの行動の伝染ないしその情報の流布、言い換えれば市場における多数派による情報の受容である。それをさらに支えるのが、過去の例えば上げ相場形成時のモメンタム投資による投機の成功体験、あるいはまた、投機の行き過ぎによる相場の崩壊時の失敗という過去の記憶あるいは記録に基づいて「今回」も上げ相場で投機に賭け、あるいは逆に、反転修正の兆しが見えた時には空売りに賭け、あるいは素早く退こうとする Keynes の言う模倣慣行に他ならない。この状況をもう一步推し進めると、模倣慣行が多数派を形成すると同時に、多数派が情報の受容を通じ、その誘発効果で個人を嚮導する、という円環の論理が見えてくる。Bibow, Lewis, Runde の解釈を借りれば、こうした「自己言及的」構造とは、既に第 2 章(a) で見た Orlean の規定する概念規定——市場の意見が、各人が予想する対象であるだけではなく、各人が多数意見を見出そうとする時に、諸々の個人的意見の中から生み出される「生産物」でもあるような特異な論理が支配する状況——と全く同じで、それは、「何らかの変数の値が主体の外部にある諸要因によって規定されるのではなく、それ自体、関連する諸主体の相互作用の産物であるような、そうしたシステムである」⁽⁴⁶⁾。株式市場価格は、このように、純粋に自律的な過程、すなわち、経済主体が専ら相互に補強し合いまた彼等の自己実現的な確信の産物となるような過程の結果として表現される⁽⁴⁷⁾。あるいは自己言及という概念が馴染みにくければ、田中氏が述べる「学習によって強化された同調 (conformity)」⁽⁴⁸⁾ による模倣の連鎖、と言い換えてもよい。自己言及のシステムが学習によって強化された同調による模倣の連鎖であるという点については直ぐ後に説明する。さて、このシステムを嚮導するのは各投機家の独創性でも判断の正しさでもなく⁽⁴⁹⁾、既に述べた、模倣慣行の伝染による期

待の自己実現がほぼ確実に生じるという過去の「市場の記憶」⁽⁵⁰⁾ であろう。その場合、「合理的期待形成モデルとは異なり、コンベンション〔慣行〕のモデルにおいては、個人の柔軟性は完全ではない。個人は自分の信念〔確信〕に序列付けをしていて、自分が最も強く信じているものに関しては、無理に強制されてから初めて考え直す。共有信念〔慣行〕を信仰すると批判精神が弱くなる。この信仰を持つ投資家は、変則的事態を無視し、「誰よりもよく知っている」賢い市場に一任しようとするようになる」⁽⁵¹⁾。そうして次に実際に、模倣慣行の成果がキャピタル・ゲインもしくは含み益として具体化すれば、それこそが、投資家が Keynes の美人投票の比喩に見るような相互間の期待の読み合いを安んじて打ち切る何にも益して重要な決定因となる。むしろ、その場合、実現していなければならない多数派の形成上、欠くべからざる要件となるのが、反対材料を排除して実施される認知的不協和の緩和であることは、既に〔論文の概要〕や第 1 章(a)、本章(b)で指摘した通りである。

注意すべき点として、キャピタル・ゲインが得られ始めた時、Keynes が実物投資に賭ける時の企業者の多分に揺らいだ「確信の状態 (state of confidence)」と同等またはそれ以下の状況が投機家の心中において生じているわけでは決してない。ここで議論の流れの上で断っておかなければならないことがある。それは、これ以降、資本の限界効率 (marginal efficiency of capital; hereinafter called MEC) を決定する主要な要因として Keynes が注目した「確信の状態」を特に指さない限り、MEC との環を離れて、この概念を、この後僅かに間をおいて行うように、『一般理論』、第 12 章における Keynes の意に反することにはなるが、Keynes の『蓋然性論』、第 10 章「序説」における論考に基づいて少しく一般化し、使用することである⁽⁵²⁾。

Davis によれば、「心理学の観点からすると、確信とは、個人が自ら到達したなんらかの結論を十分に満足のいく最終的なものとみなす

ことによってこれ以上の検討過程を打ち切ってしまうという気持ちを表す精神状態のことである」。この心理学的な「確信」の規定に照らしてみた場合にも、先の投機家の持つ相場そのものの帰趨に関する心的状況が実物投資に挑む企業者の「確信」よりも、「安心」であるという意味でより満足のいくものであろう。たとえファンダメンタルズの動向と当の相場は往々にして乖離するとしても、自己言及のシステムの方は、先に見たように、学習によって強化された同調による模倣の連鎖であるが故に、実物投資に帰属する将来収益の流列の予測についての確信の度合い (degree of conviction) に比べてはるかに強固と考えられるからである。自己言及のシステムが学習によって強化された同調による模倣の連鎖であるという点については、序章の〔論文の概要〕の直前でも述べた。その点を敷衍すれば次のようになる。序章、第2章(a)で述べたように、自己言及的な構造とは、各人が多数派の意見を見出そうとする時に、市場の多数派の意見が各個人の意見から生み出された見解ともなっているような、両者双方の意見が再帰的に定義される世界を指すから、それは、各人の意見は多数派を真似た結果であると同時に、多数派の意見も各個人の意見を絶え間なく吸収した結果になるという意味で、双方向的な同調による模倣の連鎖が形成されることになることを意味する。序章で述べ、第5章(a)でも再説するように、相場が盛り上がり、先陣を切った投機家達が益々獲得するキャピタル・ゲインを増やす様を見れば、その行動分析や徹底した模倣が始まり、学習によって強化された同調と競争が絶えることなく続いていくことになる。即ち、株式市場内部で渦巻く再帰性こそが、それによって特徴付けられる自己言及的な構造と、上に見たような形で極限まで高められた同調とを結ぶ環となっているのである⁽⁵³⁾。

ここで、Davisの言う「確信の状態」そのものの規定について、宮崎氏による解釈によって再考しておこう⁽⁵⁴⁾。

Keynesは、certaintyは経験的な確率（頻度）の高い命題 a がその前提命題 h から確実に演繹される場合を意味するとし、これを $a/h=1$ と表記した⁽⁵⁵⁾。人間は、単に経験的な頻度の確率が高い (probable) からそれに賭けるのではなく、その高い確率現象の中からこの演繹的関係の強い最も確実性 (certainty) の高いものを選ぶ。Keynesは、この2条件を満たした状況を確信の状態と表現した、と宮崎氏は解釈する。

もっとも、宮崎氏が参照先とした『蓋然性論』、第10章「序説」において、Keynesがこれほど明確に「確信の状態」を規定しているわけではない。関連箇所は、原典127頁の脚注1の、17世紀オランダで活躍した哲学者、Baruch De Spinozaによる必ずしも一意的な解釈が可能とは言えない使用概念を含む解説に認められる。

Keynesによれば、Spinozaは、必然性・論理的理由・自然的 (因果的) 理由によって、ある帰結が不可避であること (necessity)、偶発性・不確実な状態 (contingence) および可能性 (possibility)、この3つの概念の扱いにおける、立証された明白な事実 (truth) と、蓋然的であること (probability) の区別を念頭に置いていた。necessityがKeynesの規定するcertaintyとほぼ同義である。続けてKeynesは、「contingenceあるいは私が名付ける蓋然性」は、専らわれわれの知識が制約されているためにのみ生じると指摘する。「われわれの知識との関連において蓋然的でしかない、全ての命題を含む、広義のcontingence (この用語は中間的な全ての度合いの蓋然性を含む) は、さらに、0より大きな原因から結果に至る経緯が明確な (*a priori*) ないしは形式的な蓋然性に対応する、厳密な意味の偶発性・不確実な状態 (contingence) と可能性とに分けられる。即ち、形式的可能性 (formal possibility) と経験的可能性 (empirical possibility) に分かれる」。ここにみられるように、広義のcontingenceは、一般的な命題から経験に拠らず論理的推論によってのみ導き出された特殊な命題、および、単にある頻度で生じ

る経験的な現象として両義的に規定されているように見える⁽⁵⁶⁾。ここで注意を要するのは、Keynesは、上の文面上、「contingenceあるいは私が名付ける蓋然性」と述べた後、広義のcontingenceを狭義のcontingenceと経験的可能性に分けているが、もし後者が頻度を指すなら、Keynesの蓋然性を、狭義の厳密な意味のcontingenceに限って同義と規定しないと、広義のcontingenceに含まれる経験的可能性（empirical possibility）即ち頻度としての確率との混同が生じてしまうから、その同義関係は、Keynesの先の言説を一意的に解釈する上で回避できないように思われることである。ところでKeynesは、「…われわれの決意の基礎をなす長期期待の状態は」、第1に「単にわれわれのなしうる最も見込みの高い予測にのみ依存するものでは」なく、第2に、それは同時に、「その予測をするに当たっての確信に——われわれの最善の予測が全く失敗に帰する可能性をわれわれがどの程度高く評価するか——依存する」と『一般理論』で述べているところからも、彼は、第1に、頻度が高く、かつ、第2に、その内、同時に、論理的な必然性が認められる蓋然性が高い場合を人間は選ぶ、と見做していたことが分かる。これは、単なる頻度に確実性が付与され、そうして高い蓋然性が担保されて初めて、人は確信の状態に至ることを意味する。このKeynesの一節は、先の宮崎説の一論拠でもある。そして、それ故先の文脈で言えば、ある帰結が不可避で必然的であることを意味するnecessity即ちKeynesの規定するcertaintyが、Spinozaの所謂経験的可能性（empirical possibility）としての頻度に高い確実性を付与し、それゆえ、Keynesの定義する蓋然性、従ってまたそれと同義と規定された、「厳密な意味の偶発性・不確実な状態」と対応関係にある、「0より大きな原因から結果に至る経緯が明確な（*a priori*）ないしは形式的な蓋然性」、即ちSpinozaの定義する狭義のcontingenceを担保して初めて人は確信の状態に至ることが出来るという解釈が成り立つであろう。だがKeynesの蓋然性を狭義の

contingenceと同義と置くことは、「contingenceあるいは私〔Keynes〕が名付ける蓋然性」がもし、狭義のcontingence及び経験的可能性を含むとするなら、一体に無理な解釈かも知れない。もしそうであるなら、残るありうべき妥当な解釈は、単に、Spinozaの言うnecessity即ちKeynesの規定するcertaintyが、Spinozaの定義には登場しない頻度に高い確実性を付与すると同時に、Keynesが「名付ける蓋然性」の高さを担保して初めて確信の状態に至ることが出来る、というものとなる。

Davisの述べる、判断を「打ち切る」ための要件としての確信の状態も以上のように、頻度が高く、かつ論理的な必然性が認められる高い蓋然性があるために、満足の行く状態と規定されるものと考えられる。そして、蓋然性は、知識との関連においてのみ論証されるもので、それは、Keynesが比喩的に述べたように、論証にとって「有利な証拠と不利な証拠の差」であり、「有利な証拠と不利な証拠の和」としての論証の重みと対をなす概念に他ならない⁽⁵⁷⁾。こうして見ると、確信の状態とは、論理的な必然性に加えて、同時に、証拠となる知識に基づく論証の重みに少なからぬアクセントをおいた概念であることが分かる。直ぐ後に見るように、確信の状態を論証の重みと同義と見做すCarabelliの見解も、大要こうした論拠に基づくものと推量される。

先のファンダメンタルズと相場の乖離の問題に戻ると、その焦点は、相場そのものの論証の重みが往々にしてファンダメンタルズについての論証の重みよりも高いという事実にある。また、先に述べたように、実物投資に挑む際の企業者の確信——「われわれの最善の予測が全く失敗に帰する可能性をわれわれがどの程度高く評価するか」⁽⁵⁸⁾——の根拠は実に乏しく、その論証の重みは、相場そのものの論証の重みより低い場合がおそらく多い。「確信の状態は、それが…〔資本の限界効率表〕…を決定する主要な要因の一つである…」⁽⁵⁹⁾という意味で、MECを通じた実物投資の決定要因となっており、そ

ここで媒介項となるMECを経験的に確立しようとしても著しく不安定になることが避けがたいからである。残る比較、即ち、株式相場のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）と実物投資のMECの論証の重みの高低の相対的度合いは双方の諸要因の違いに応じて、ケース・バイ・ケースで異なるであろう。MECの不安定さの諸要因については第4章(c)で言及する⁽⁶⁰⁾。

Carabelliが示唆するように、確信の度合いが高くなることは、蓋然性の重みが増大することと同じである。あるいは両者は少なくとも密接な関係にある。これは、少なくとも『一般理論』においては正しい⁽⁶¹⁾。例えば、確信との環を通して、重みは、MECに影響を及ぼし、他方、流動性選好との環を通じて、それは、金利に影響を及ぼす。低い重みはMECを引き下げ、金利を上げ、そうして、投資を両方の側面から削減する⁽⁶²⁾。これとは逆に、高い重みは、MECを引き上げ、金利を下げることによって、両者の狭間を押し広げ、投資を刺激する。こうして、『一般理論』における投資の重要性を前提におくなら、重みの重要性はさらに強化される⁽⁶³⁾。これは見方を変えれば、MECと利子率の均等は、長期期待における衝突する諸力の社会的均衡を証明するものと解釈しうるであろう。即ち、地平距離を長くする「アニマル・スピリッツ」とそれを短くする「流動性選好」という2つの力の間の均衡である⁽⁶⁴⁾。但し、事業者の確信の状態に限定する場合には、Keynesが注意を促すように、「確信の状態について先験的に言えることは多くはない。われわれの結論は、主に、市場と事業心理についての実際の観察に依存していなければならない」⁽⁶⁵⁾。投資について思考する上で、確信は決定的に重要であるが、そのさらなる研究は、異なるレベルの分析を要する。「詳細に言うなら、重みの変化が多様な条件下で市場行動にどのように影響を及ぼすかは、経験的に観測される出来事と同じ程、先験的に一般化して言う事柄ではない」⁽⁶⁶⁾。この指摘が具体的にどのような意味を持つかについては後の第6章(c)で触

れる。

（第2章注）

- (1) “*The Keynes Papers*”, University Affairs, UA/6/3, Notebook, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term, 1910.
- (2) *Ibid.*, p.114.
- (3) Anna M. Carabelli (2002), “Speculation and Reasonableness: A Non-Bayesian Theory of Rationality,” in Sheila Dow and John Hillard eds., *Keynes, Uncertainty and the Global Economy: Beyond Keynes*, Vol.2, Edward Elgar, p.180. 傍点は筆者。
- (4) *Ibid.*, p.181. 下線はCarabelli, 傍点は筆者。
- (5) *Ibid.*, pp.181-182.
- (6) André Orléan, 邦訳, 95頁。
- (7) 竹田, 80頁。
- (8) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.284.
- (9) Anna M. Carabelli (2003), “Economics as a Branch of Probable Logic,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, p.222.
- (10) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.280 and p.283.
- (11) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2004), “On Hayek and Keynes Once Again: A Reply to Buto & Koppl,” *Review of Political Economy*, Vol.16, No.2, April, p.252.
- (12) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.282.
- (13) Anna M. Carabelli (1988), *op.cit.*, p.220.
- (14) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (1999), “Where to Draw the Line? Keynes versus Hayek on Knowledge, Ethics and Economics,” *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol.6, No.2, Summer, p.286.
- (15) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2004), “On Hayek and Keynes Once Again: A Reply to Buto & Koppl,” *op.cit.*, pp.251-252.
- (16) “JMK”, Vol.XXI, *Articles 1931-9: World Crisis and Policies in Britain and America* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1983, p.144.
- (17) “JMK”, XII, p.57.
- (18) *QJE*, p.214-215 [邦訳, 282-284頁], recorded again

- in “JMK”, XIV, pp.114-115.
- (19) Jean-Pierre Dupuy (1989), “Common Knowledge, Common Sense,” *Theory and Decision: An International Journal for Multidisciplinary Advances in Decision Science*, Vol.27, Iss.1-2, p.59.
- (20) André Orléan, 邦訳, 268頁。傍点は筆者。
- (21) 田中, 108頁。Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.283.
- (22) André Orléan, 邦訳, 73頁。
- (23) Frank Partnoy (2003), *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, Henry Holt and Company, p.134. 括弧 [] 内は筆者。
- (24) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.280.
- (25) 若林宏明 (2007) 『安価な石油に依存する文明の終焉：蘇る文明と社会』流通経済大学出版社, 153頁。
- (26) 同上, 第5章「イラク戦争の原因と世界と米国への影響」。
- (27) 1999年3月末現在の70%超水準から2014年3月末現在の60.9%への急激な低下に象徴されるドルの基軸通貨としての変調及びそれに対して存在感を増す豪ドルなどの資源国通貨や中国人民元 (2014/8/31 1:03 『日本経済新聞』電子版「世界の外貨準備, ドル比率最低の60% 資源国通貨に存在感」)。
- (28) 田中宇 (2009/9/25) 「多極化に対応し始めた日本」 (<http://tanakanews.com/090925japan.htm> (2014/9/2))。
- (29) 赤木昭夫 (2006) 『アメリカは何を考えているか：オイルとマネー』岩波書店。
- (30) U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Table 1.1.1. -Percent Change from Preceding Period in Real Gross Domestic Product (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&910=x&911=0&903=1&904=2009&905=2014&906=a> (2014/9/10))。
- (31) 2014/9/15 『日本経済新聞』朝刊「経済の長期停滞論を乗り越えて」。
- (32) U.S. Government Printing Office, *Economic Report of the President* (2013), Table B-96. -Common stock prices and yields, 2000-2012, XLS (NYSE指数は上場銘柄の全て (2012年現在で2900銘柄以上) を含む。NYSEは, 新たな定義, 方法, 及びベースとなる値を組み込んだ複合指数を2003年1月9日に再開した。その中の部分を構成する金融, エネルギー, 及びヘルス・ケアの指数は, 2004年1月8日にNYSEによって公開された (footnote 2 and 3)) (<http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?sessionid=6hKRJPsdhvDRTyrjvhh4yLn1St0WVvypFyD49KLJ6KXKwrLqZxTml-1033911253180469550?collectionCode=ERP&browsePath=2013&isCollapsed=false&levelBrowse=false&isDocumentResults=true&yco rd=0> (2014/9/10))。
- (33) *QJE*, p.215 [邦訳, 284頁], recorded again in “JMK”, XIV, p.115.
- (34) 日本評論社『経済セミナー』1999年12月 (539)号 [リレー掲載] Keynesの哲学と経済学⑥「蓋然的論理としての経済学」A.カラベッリ (Anna Carabelli), 水原総平訳, 111頁。なお, 原典となったであろうCarabelliの草稿をお持ちの水原氏が既にお亡くなりになっており, それを参照することができないため確認の仕様がいないが, 内容の首尾一貫した解釈のため, 訳語は文意を変えない範囲で若干工夫した。
- (35) Anna M. Carabelli and Nicoló De Vecchi (2001), “Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations,” *op.cit.*, p.280.
- (36) Leon Festinger (1957), *A Theory of Cognitive Dissonance*, Row, Peterson and Company, for example p.264. [末永俊郎監訳 (1965) 『認知的不協和の理論』誠信書房, 例えば249頁]
- (37) Olivier Favereau (1988), “Probability and Uncertainty : ‘After All, Keynes Was Right’,” *Economies et Societes*, October, Vol.22, Iss.10, p.157.
- (38) John B. Davis (1994), “Keynes’s Philosophical Thinking,” in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.241.
- (39) Theodore A. Burczak (2001), “Profit Expectations and Confidence: Some Unresolved Issues in the Austrian/Post-Keynesian Debate,” *Review of Political Economy*, Vol.13, No.1, p.73.
- (40) *QJE*, p.214 [邦訳, 283頁], recorded again in “JMK”, XIV, p.114. 下線はKeynes。
- (41) “JMK”, VII, p.156. [邦訳, 154頁]
- (42) André Orléan, 邦訳, 82-85頁。
- (43) “JMK”, XII, ch.1, Keynes as an Investor, Post Mortem on Investment Policy, p.109.
- (44) André Orléan, 邦訳, 3頁。傍点はOrléan。
- (45) Anna M. Carabelli (2002), “Speculation and Reasonableness: A Non-Bayesian Theory of Rationality,” in Sheila Dow and John Hillard eds., *op.cit.*, p.179.
- (46) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), “Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology,” *op.cit.*, p.513.
- (47) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2003), “On Convention: Keynes, Lewis and the French School,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds.,

op.cit., p.192.

- (48) 田中, 134頁。
 - (49) André Orléan, 邦訳, 98頁。
 - (50) 同上, 117頁。
 - (51) 同上, 172頁。括弧〔〕内は筆者。
 - (52) “JMK”, VII, p.148-149. [邦訳, 146-147頁] “JMK”, VIII, p.127, footnote 1. [邦訳, 135頁, 脚注1]
 - (53) Davisの見解の引用は, John B. Davis (1997), “J.M. Keynes on History and Convention,” in Geoffrey C. Harcourt and P.A. Riach eds., *A ‘Second Edition’ of The General Theory*, Vol.2, London: Routledge, p.214. [小山庄三訳 (2005) 『一般理論—第二版: もしケインズが今日生きていたら』多賀出版, 670頁] 傍点は筆者。
- 再帰性にも, むろん, 途切れる限界がある。というのも, 例えば強気相場中期では, 平均的な意見は何が平均的な意見になると期待しているかに関する前進的な予測の事実上の限界である3次元付近での打ち切りが合理性を得るため, 再帰性にも相応の限界を画することになるからである。
- なお, 同じく「再帰動詞」に倣って「再帰」概念を規定した論者として, George Sorosがいる。彼は, 関与者が状況を理解しようとする努力を認知機能もしくは受動的機能と呼び, 状況の動向に与える影響を関与機能もしくは能動的機能と呼ぶ。そしてどちらの機能も独立変数を含むが, それがそのままもう一方の関数の従属変数となっており, そのため, 最初の変化が関与者の思考の状況お互いに影響し, 両方を変化させることになるような相互作用を「再帰」と名付けた (George Soros (1987), *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, John Wiley & Sons, Inc., pp.41-42. [HOREI U.S.A. Co., Ltd. + Pasific Advisory & Consultant Co., Ltd. 訳 (1996) 『ソロスの錬金術』総合法令出版株式会社, 74頁])。筆者は別途, 先の再帰性を見方を考えたが, その概念は, Sorosの規定する「再帰」概念と相通ずるものがある。
- (54) 宮崎義一・伊東光晴共著 (1974年) 『コンメンタール ケインズ一般理論』日本評論社, 第3版, 181-183頁。本文以下の規定による「確信の状態」は既に序章〔論文の概要〕における紹介で使われている。
 - (55) “JMK”, VIII, p.130. [邦訳, 138頁]
 - (56) *Ibid.*, p.127, footnote 1. [邦訳, 135頁, 脚注1]
 - (57) 括弧〔〕内は筆者。

『一般理論』からの引用は, “JMK”, VII, p.148. [邦訳, 146頁] 宮崎・伊東, 183頁。

また, 注意すべき点として, 「…、二組の命題について一方が他方よりも多くの証拠を持っているとは必ずしも言うことができないどころか, できない方が普通でさえ」あり, 「論証のもとにな

る証拠の差し引き有利な分が比較する論証の同じように差し引き有利な分を上回っていれば, その論証は比較する論証より蓋然性は大きいけれども, 一方の場合の差し引き分がもう一方の場合の差し引き分よりも大きいとは必ずしも言うことができないどころか, できないことの方が普通でさえある。比喩的に言うなら, 重みというのは有利な証拠と不利な証拠の和を測るものであり, 蓋然性というのはその差を測るものである」。引用は, “JMK”, VIII, p.84. [邦訳, 89頁] 下線はKeynes。

- (58) “JMK”, VII, p.148. [邦訳, 146頁] 成功する可能性の裏返しとしての最悪の事態に付随する不確実性の評価がKeynesのこの表現であるから, もし最悪と最良の事態を引き起こす根拠が同程度なら, 双方の論証の重みも同等と評価して良いであろう。
- (59) *Ibid.*, p.149. [邦訳, 147頁] 括弧〔〕内は筆者。
- (60) Olivier Favereauによれば, 確信の状態と重みの関係は, 反事実的条件法によって, 重みが増すことによって可能世界が狭まるような可能世界意味論による説明によって特徴付けることができるという。ここではその論証の詳細については, Favereau氏とのメールのやり取りで過誤が見つかる等, 十分に整っていないため割愛し, Favereau自身による試みの再編成による結論のみを記しておくことにしたい。

Favereauによれば, 《確信の状態は, 直ぐに手に入れることのできる情報との関連で, 《慣行》を補正した構造モデルの誘導形と見做すことができる》。この変換内容は, Keynes自身による次のような分析内容と大きく食い違うことはないように思われるという。即ち, 《《重み》の現象は, ここで採用される観点以外の, その他の蓋然性の諸理論の観点から叙述することができる。もし選言的判断に基づくものとして蓋然性を考えるあるドイツの論理学者に促せば, 代替数命題の数が少なくされる場合, 不利な代替の命題の数に対する有利な代替の命題の数の割合が変わらなかったにしても, 重みは増す, と言えるであろう。あるいはまた, ドイツの別の学派的言い方を採るなら, 可能性の領域が狭められるにつれて, 蓋然性の重みは増す, とも言えるであろう》 (“JMK”, VIII, p.84. [邦訳, 89頁]) (Olivier Favereau (1988), “Probability and Uncertainty: ‘After All, Keynes Was Right,’” *op.cit.*, pp.158-160.)。

なおFavereauのここで見た文献は, 慣行と慣習が間主観的議論に向けた径路において必須の役割をもつことを明らかにしている点, さらには (新) 古典派が立脚する原子仮説を確実に論駁している点でも高く評価されよう。

- (61) この点は, 本文での続くO'Donnellの叙述からの引用でも明らかであるが, 当のO'Donnellは, しか

しながら、初期Keynesについては、重みの概念と確信の概念は無関係であるという立場を採るかのようである。O'Donnellはその立場をCarabelliの確信と論証の重みの関連に関する解釈の批判を通じて明らかにする。即ち、Keynesがある種の結論について「過度な確信」をおく個人について叙述した『蓋然性論』の一節に関するCarabelliの解釈 (Anna M. Carabelli (1988), *op.cit.*, p.58) は誤りであり、Carabelliは、「「確信」という用語を重みに自動的に結びつけている」と。O'Donnellは、続けて、文脈 (“JMK”, VIII, pp.273-275. [邦訳, 284-287頁]) が、「その用語〔重み〕がそこでは、蓋然性または確度 (degrees of certainty) との関係で使用されていることを意味しているにも拘わらず、である」 (Rod M. O'Donnell (1991), “Keynes's Weight of Arguments and Its Bearing on Rationality and Uncertainty”, Bradley W. Bateman and John B. Davis eds., *Keynes and Philosophy: Essays on the Origins of Keynes's Thought*, p.88, note 9. 括弧内は筆者), と指摘して後、「もはや抱くことなくなった確信の以前の蓋然性は過小評価される一方で、いまだに抱き続けている確信の現在の確実性の度合いを過大評価する傾きがあると、と私は思う。…同様に、われわれは多くの確信と比べて、全く大丈夫と思っているような、例えば、…重力の法則、あるいは明日太陽が昇ることといった結論に、おそらく過大な信頼を寄せていることであろう。われわれは事実上100%の確実性を、論理学上の完全に客観的な100%の確実性と時々取り違えることがある」 (“JMK”, VIII, p.275 [邦訳, 286-287頁]) というKeynesの述べた一節を引用し、Keynesがここで述べている「相対的に高い蓋然性は、むしろ、高い重みを伴うかもしれないが、それは必然ではない。上の一節やその周辺における彼の説明には重みを構成する部分は全くない」と指摘する (Rod M. O'Donnell (1991), “Keynes's Weight of Arguments and Its Bearing on Rationality and Uncertainty”, Bradley W. Bateman and John B. Davis eds., *op.cit.*, p.88, note 9.)。

しかしながら、Carabelliは、Keynesが『蓋然性論』の原典275頁 [邦訳286-287頁] で述べた一節を引用し、「確実な結論に〔は、〕過大な重みを置く」と述べただけである。即ち、「最早抱くことなくなった確信の以前の蓋然性は過小評価される一方で、いまだに抱き続けている確信の現在の確実性の度合いを過大評価する傾きがある、と私は思う」という一節に続けて、彼女は、確かに、「多くの他の確信と比べて、明らかに確実な結論に過大な確信と従ってまた重みを置く」と述べ、これを『蓋然性論』の原典、275頁 [邦訳, 287頁] からの引用と記している (Anna M. Carabelli (1988),

op.cit., p.58.)。他方、Keynesは、先の「…私は思う」、に続けて、「…未開人がその荒削りな帰納法による結論の価値をしばしば過大に評価するほど不合理であることを否定しようというわけではない。われわれが自由に持つことのできる確信の中で最も合理的な確信と、どちらかと言えば蓋然的な確信とを区別することは容易ではない」と述べ、続けてO'Donnellの引いた一節を含む次の叙述を展開する。即ち、「同じように、われわれは多くの確信と比べて全く大丈夫と思っているような、例えば、他人の存在、重力の法則あるいは明日太陽が昇ることといった結論に、おそらく過大な信頼を寄せていることであろう。われわれは最大の信頼を置いて行動するのが合理的であるような種類の確信に付けられる事実上100%の確実性を論理学上の完全に客観的な100%の確実性と時々取り違えることがある」 (“JMK”, VIII, p.275 [邦訳, 286-287頁])。この一連の文脈からして、Keynesの言う「論理学上の完全に客観的な100%の確実性」ではないが、「確信に付けられる事実上100%の確実性」(傍点は筆者)の対象が、「重力の法則」「明日太陽が昇ること」であり、その論証の重みはかなり高いという程のことをCarabelliは主張しようとしたと見て過でないであろう。今し方見たO'Donnell自身述べた一節通り「相対的に高い蓋然性〔が〕…高い重みを伴う…」のなら、たとえそれが必然ではないという意味で両者を結ぶ環は弱くならうとも、「確信に付けられる…確実性」(高い蓋然性)(傍点は筆者)という上に見たKeynesの言説をこれに重ねるなら、確信が論証の重みと結び合うとするCarabelliの理解は尚成り立つように筆者には思われる。

- (62) “JMK”, VII, p.316. [邦訳, 316頁]; XIV, p.118.
- (63) Rod M. O'Donnell (1991), “Keynes's Weight of Arguments and Its Bearing on Rationality and Uncertainty,” in Bradley W. Bateman and John B. Davis eds., *op.cit.*, p.85.
- (64) Olivier Favereau, (1988), “Probability and Uncertainty: 'After All, Keynes Was Right',” *op.cit.*, p.161.
- (65) “JMK”, VII, p.149. [邦訳, 147頁]
- (66) Rod M. O'Donnell (1991), “Keynes's Weight of Augments and Its Baring on Rationality and Uncertainty,” in Bradley W. Bateman and John B. Davis eds., *op.cit.*, p.86.

第3章 株式相場における間主観的確信の形成を支える認知的不協和の緩和

(a) 認知的不協和とその緩和

次の問題は、相場そのものについて投機家が、間主観的に形成される確信の状態に常にかつ一様に至ることができるかどうかである。結論から言ってそれは相場の推移によるといえよう。確かに一旦、模倣慣行がキャピタル・ゲインないしは含み益を約束するような強気筋の多数派形成まで相場が到達したことが明確になってしまえば、誰もが確信の状態に入れるかもしれない。しかし、アヤ押しに象徴されるように、上げ基調でも、仕掛けによって、あるいはまた一見明確な理由もなく一時的にせよ相場が下がる等、市場の中ではポジションは絶え間なく変化し不安定である。例えば多数派形成への転換点を超える以前に自己実現を期待した模倣慣行に対抗する仕手筋による投機的売りによって、小さな上げ下げを伴いながら徐々に上昇していくラリーを経つつ買いがある程度進んで感染していた強気筋に対して、弱気筋による反転修正に向けて、他の投機家が動意づいてしまう場合もあろう。まさにKeynesが注意を促したように、株式相場においても「小さな変化は大きな効果を生み出す」場合もあり、あるいは、相場の基調に関して「一様でしかも同質な連続体の仮定は満たされない」⁽¹⁾。ここでは相場を決める確固とした「前提」となる知識はなく、よしあったとしても先行きの「演繹」はできない。しかも上げ基調・下げ基調のいずれにせよ、関連する知識が認知的不協和時の不快な材料（知識）である場合には、物理的に正しくても投資家の認知から、無意識の内にあるいは意識的に排除される場合さえある。この認知的不協和の緩和については前章(b)で既に触れた。不協和は不快な状態として認識されるので、人は可能ならそれを避けようとし、それが無理なら、できる限りその強度を和らげたいと考える。そのためには、不協和を増大させるような

情報を避け、あるいは無視しようとさえする⁽²⁾。

例えば、2012年11月7日現在の合衆国の市況の予想についてである。新聞報道は次のように伝えている。

「リスクマネー側の読みは「大統領選挙でどちらが選ばれようと、足元の米国マクロデータ（雇用・住宅関連）の好転が示唆する米国経済回復の潮流は変わるまい」、「ロムニー大統領がウォール街にとっては最も望ましいが、オバマ再選でも、少なくとも現状維持。相場が壊れるほどのマイナス効果はあるまい」、「財政の崖も気になるが、超党派合意で先送りするにしても、妥協が成立するまで、いまだ（執行猶予の）時間はある」など」⁽³⁾。

ここでは、大統領選に伴う財政の崖の懸念拡大の要素が、リスク・マネー側の「希望的観測」の認知的不協和の緩和のための反対材料として排除される状況が描写されている。

だがむろん以上のような市況・相場そのものに関する確信の状態が投資家間で一様に広がっている状況を確認することはできない。しかしそれでも、弱気筋と強気筋の拮抗を経て、例えば強気筋の転換点を越えた多数派形成が確実にになった時には、確信に近い心理状態が市場で次第に広がる、ということは言いうるであろう。そして、情報の自己実現を示す上げ相場そのものが、模倣慣行の流行の「前提」となる上げ基調を肯定する知識を積み上げ、それゆえ高揚する期待が市場で共有され始める時、Keynesが1937年に指摘した慣行的判断（conventional judgment）ないし慣行的なポジション取りは、確かな合理性を得ることになる。但しそれは、前提として、相場を巡る状況に依然不確実な諸要素が残されている場合であり、当該知識が自己実現の強い期待を呼び起こす場合には、新たな蓋然性に基づく合理的期待が現前して慣行的期待に取って代わることになるかも知れない。しかしながら、相場には不確実な要素が付きものであるから、前者が一般的であると言ってよいであろう。

これに関し、Davisは、「…不確実な状況をわれわれが強調する時、われわれは、相互に関連する状況下において個人が実践する判断の様式を、相互依存的な個人的期待のシステムとして描写することができる…」⁽⁴⁾とし、期待の相互依存関係を注視しながらも、同時に、多様な諸個人が行う判断の本質を、既に見たように、「…変化を期待する特別の理由を持たない限り、現在の事態が無限に持続すると想定する」⁽⁵⁾とところに見出し、あるいは同判断、即ち慣行を、「…それが存在したという事実よりも深い論拠を何も持たない経済の過去の様相を反映して、まさに本質的に、その場凌ぎのもの (ad hoc)」⁽⁶⁾であると評価する。その上で、慣行を「強気筋や弱気筋といった多様な個人の期待に関する中心傾向〔代表値〕としての平均的期待を有する諸期待の構造として説明できるかもしれない」⁽⁷⁾と付言し、慣行的な個人の行動を合理的とみなしうるか否かという問題の説明は、このような、慣行がまさに如何にして社会的・経済的相互作用の構造を創造するかという問題の説明に比べて重要性で劣るように思われる⁽⁸⁾と指摘する。ここで指摘されている平均の元となる統計的分布による発想が孕む問題点については次節で述べる。さらに、Davisは、『蓋然性論』の中心的な哲学的概念、すなわち直観的判断ないし直観の概念は、それら初期の研究成果において保持されていた意味と役割を失い、『一般理論』において全く異なった個人的な期待という考え方に変わって行き、彼の後期の経済学的思考の発展とともに変容を迫られたと考えられる。注目に値する点は、この意味の変容には、社会的生活における個人的判断のまさに本質に関するKeynesの見解の変化が伴っていたことで、それによって、根本的な事実の本質に向けられた個人の自律的な洞察という判断に関する彼の初期の見解は、社会的に埋め込まれた不確定な判断という見解にとって代わられた」⁽⁹⁾と指摘する。Rundeのサーベイによれば、Davisの他、Bateman, Allin Cottrell達が、後期Keynesの経済学的著作と初期蓋然性論と

の非連続性を説き、Anna M. Carabelli, Tony Lawson, Rod M. O'Donnell達は、逆に連続性を主張するという⁽¹⁰⁾。実際には、Keynes自身は、彼の経済学的著作で再度登場する『蓋然性論』の主題を決して修正していない。「なぜならば、(認識論的) 蓋然性判断は本質的に比較に基づくものであるという見解や、実際に行われている大方の意思決定が統計的頻度から情報を与えられないとする、『確率論』で与えられた比較確率の形式的な構造の有効性、また証拠としてのウェイトの重要性は、われわれの信念〔確信〕の度合いが主観的であるか、間主観的であるか⁽¹¹⁾、それとも必ず部分的には生じるものである客観的關係に事実上相当するかどうかとは全く関係がないからである。したがって、少なくともこの程度までは、確率や不確実性に関するケインズの後期の発言を『確率論』で詳述された枠組みを用いて解釈することは不合理であるように思われる」⁽¹²⁾。もしそうであるなら、連続説は否定できない。

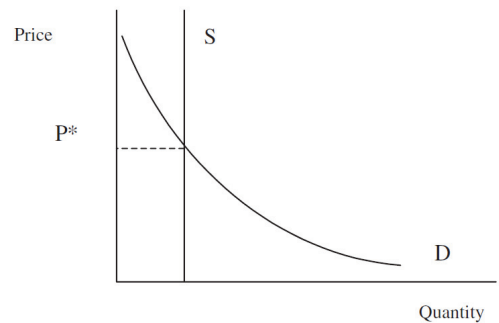
同説を支持する上で筆者が特に強調したい点は次の事実である。Davisは、先に見た通り、初期蓋然性論の中心的な哲学的概念である直観的判断ないし直観の概念が『一般理論』における期待の概念に取って代わられた、と解釈する⁽¹³⁾。しかし、直観(閃き)に端を発して形成される期待もあるが、その証拠は有りようがない。また証拠を基に形成される期待もある。このように「直観」と「期待」は、もとより次元と範疇を異にする概念である。もしそうであるなら、Keynesが直観の概念を後年の経済学の構築に際して期待の概念で置き換えたというDavisの先の見解は誤りである。Keynesは時代の移り変わりとともに関心対象を替えていったというのは事実であるが、Davisの指摘に関する限り、Keynesの見解は首尾一貫している。

(b) 市場と投資家(全体と個)の関係 ——Davisの「平均」について——

さて、Davisが先に見做したように市場価格が各主体別の価格付けの平均であれば、市場と

いう集合体は個人に還元され、Keynesが否定した全体の個への還元⁽¹⁴⁾、新古典派経済学が立脚する方法論的個人主義を肯定することになってしまう。Davisが、「平均的期待は多くの投資家の判断を反映しているため、そこには個人的な判断ミスの含まれていないことがある程度保証されているといえる」⁽¹⁵⁾と述べ、あるいはまた、先に見たように、「われわれは、…、投資と関連して機能する慣行を、強気筋や弱気筋といった多様な個人の期待に関する中心傾向〔代表値〕としての平均的期待を有する諸期待の構造として説明できるかもしれない」⁽¹⁶⁾と述べるのも、彼が即時的な統計的分布を想定しているからに他ならない。しかし市場の動向は投資家行動の単なる集計では決まらないから、それは成り立たない。「…市場参加者が形成するものであると考えられている合意とは厳密には何についてであるか。それは、既存の価格か、それとも将来の価格か、あるいはまた将来価格の変化の単なる方向か。それは単一の株価か、株価の各集合か、それとも実はまさに「市場」そのものか」⁽¹⁷⁾というBibow, Lewis, Runde、3者の問い掛けは、Carabelliが指摘した市場という全体と投資家という個の関係を考える場合、たいへん興味深い。

これについて、Bibow, Lewis, Rundeの3者自身は、一銘柄に限定した場合について、株価は投資家の合意で決まるわけではない点を次の3条件下で論じている。(1)空売りが無い（それは発行された株式の数で供給曲線が垂直になることを意味する）。(2)潜在的な株式保有者の数が発行された株式の数を大幅に凌駕している。そして(3)市場参加者は一株のみを所有することができる。この時、株に対する需要曲線は、その株の取得に対して支払ってもよいと市場参加者が考える最大価格を序列化することによって描くことができる。



この場合、時価は需給が一致する点で成り立つが、「市場価格が市場の「平均」(評価)を反映しているのは偶然にすぎない」と3者は指摘する⁽¹⁸⁾。各投資家の需要最大価格の序列からなる需要曲線と供給曲線(一定)の交差点が時価であるから、各需要価格の平均がそれと一致する保証はない。従って、「合意」が平均に集約され则认为するなら、株価は投資家の合意で決まるわけではないことを意味する。それゆえ指摘は正しい。

問題はフロー一般の需給が一致して株価が決まる場合である。

「変数間の有機的な相互依存性とは外的な関係ではなく内的な関係によって特徴付けられる体系である。体系のそれぞれの部分は体系全体に何らかの形で含まれる内的な関係によって特徴付けられる。そしてこれらの部分を全部合わせたとしても、それが体系全体になるわけのものでもない」⁽¹⁹⁾。これはKeynesの論考に即したCarabelliの解釈による個と全体の関係の一例である。この思考に沿った問題の答えは以下のように考えられる。

まず、先のBibow, Lewis, Runde、3者の問い掛けに対する答えは次のように考えることができる。

将来価格は別として、先の「既存の価格」が理論上で例えられる価格とは、即ち、ローザンヌ学派の所謂静的均衡状態の仮設上の理論の結果であり、取引の外から取引に対して与えられる諸条件の内、需給いずれかに変動を来すある偶発的な一つの変動要素に注視し、その他の諸要素は「与件の固定」として捨象し、結局にお

いて (in the long run), 受動的適応の帰結として個々の需要と個々の供給の集計が一致し、静止する価格であるから、それは、理論上、時間の無い世界での需給の波動の帰結にすぎない。しかし、しいて現実の証券取引の世界で言うなら、始値として用いられる、当初成り行き注文、次いで指値注文で実行される板寄せによって決まる単一の約定値段⁽²⁰⁾で置き換えることは許されるかも知れない。

だが、株式市場で、個 (個々の需給) の単なる集計で導出される価格があるとすれば、それは、この無時間の経済静学の論理的帰結で例えられる板寄せによる約定価格のみであろう。何故なら、静学均衡の仮設上の理論は、不均衡過程を貫いて需給が如何動くかという現実の動的過程を説くことはできず、そこでは先ず一つの静的均衡状態が前提に置かれ、この状態の構造が実質上変化しないものと想定され、そうした仮定を施した後、この均衡組織を構成する一つの要素がごく僅かに変化する時、この変化が他の要素に如何影響するかを、変動波及の時間とは無関係に追跡するものだからである。その理論は、時間を捨象した仮想取引の系列を理論的に整理したものに過ぎない⁽²¹⁾。現実の時間的経過において形成される将来の価格では、その方向も含めて、単一の株価、株価の各集合、市場そのものの3つ⁽²²⁾ともに、期待の自己実現の時期の中にあっても反転修正に向けて動意づく投資家が存在する場合を含め、各投資家の意向を離れて時間的に不安定に変動するアヤ戻し・アヤ押し等が認められる以上、投資家の合意を問うという問題の設定自体が成り立たない。これが先のBibow, Lewis, Runde, 3者の問い掛けに対する否定的答えの第1の理由である。

ここで例えば、巨大ヘッジ・ファンド一つの巨額の買い入れによって市場で強気相場が伝染する場合を想定しよう。Shiller達はこうしたケースについて適切にも次のように指摘している。意思決定主体が、——例えば、彼らの〔投資運用〕産業内の競争上の性質のため——相互

独立に意思決定しない限りにおいて、集中の及ぼす効果の水準は、数え上げた意思決定者の人数が意味する水準よりもずっと大きい。集中のレベルが高い場合には、ランダムでない「相互に依存しあったマネー・マネジャー〔ポートフォリオ・マネジャー〕」⁽²³⁾が市場での帰結に影響作用を及ぼす可能性、及び市場での価格が著しく不安定になる可能性が高くなる。この時、投資家 (個) の「群」としての行動は、市場 (全体) の不安定を増幅させる⁽²⁴⁾。ここでは、将来的な市場そのものが謂わば収束すべき、つまり他ならぬ投資家の「合意」としての価格はありえない。また個々の投資家が相互に影響し合って、市場 (全体) の行動様式が不安定極まりなくなるため、Davisが重視する平均価格もまた安定しない。

しかも、ローザンヌ学派の創始者であるLéon Walrasが一般均衡理論のモデルとしてパリやロンドンの証券取引所を例に挙げており⁽²⁵⁾、先に板寄せを取引事例として取り上げた理由の一つも、それが、競争条件が相対的に最もよく整備された市場取引であるからであるが、しかし実際には、そこで需給が落ち着いた形で株価が決まるのではなく、Rundeの条件が示唆するように、株価バブルがビルトインされた市場の中でも殊に上げ相場では、市場参加者の多くが投機に傾斜して株価を決めるという意味で、個と全体は、個の需要の集計が時間的に膨らんで需給双方がバランスして決まる株価を押し上げ続ける、という特殊な関係にある。

結局、第1に、例えば、集中のレベルが高い場合には、ランダムでない相互に依存しあった投資家 (個) の「群」としての行動は不安定性を著しく増幅させるため、投資家の「合意」を問うという問題の設定そのものが成り立たない。しかも、第2に、現実の株価はそのバブルがビルトインされた市場機構では供給を常に需要が上回る相場が現れるのは必定で、その場合、各個の投資家の自己実現的な投機による市場心理が牽引する需要の「合意」だけが上方に偏向し続けるため、その先の需給双方が balan

スして決まる株価は何処まで上昇して、そして何時相場が破綻するか分からない程増幅した動きを見せる。

この2つの知見に共通する鍵的な要素は、個の「群」としての行動がもたらす市場全体の帰結としての株価変動の増幅の可能性である。そのいずれも、個々の需給の波及効果の大きさと波及に掛かる時間的長さに特徴がある。この個と全体を結ぶ波及効果とその時間的な長さの内的関係に注視するなら、そこに有機的な相互依存性を認めることができるかも知れない。

Keynesが、原子論と対立する有機的統一体の論理として考えていた内的な関係によって特徴付けられる体系を確かに認めることができるであろう関係がある。株式市場に特有の自己言及的な関係、即ち、本稿（上）巻に含まれる〔論文の概要〕で骨子を指摘し、本巻、第2章(d)で詳説した、各投機家が多数派の株式に関する評価を見出そうとする時に、同時に市場の多数派の株式に関する評価が各投機家の評価から生み出された評価ともなっているような、自己言及的な、両者双方の意見が再帰的に評価され直し続けるような市場内部の個と全体の関係がそれである。相互に還元できない個と全体の外的な関係でない原子論的關係と対立する有機的な相互依存性を持つ内的な関係とは、ここでは市場内部で渦巻く再帰性を指すものと考えられる。（前章、注(53)で述べたように、むしろ、例えば強気相場中期では、平均的な意見は何が平均的な意見になると期待しているかに関する前進的な予測の事実上の限界である3次元付近での打ち切りが合理性を得るため、再帰性にも相応の限界を画することになる。）「…2つの存在——個人と市場——は2つながら自立した概念（concepts）で」あり、「個人と市場（集合概念）とは2つの共存する概念要素（coexistent conceptual entities）と考えられ、一方を他方に還元すること」はできない⁽²⁶⁾というCarabelliの指摘は、このような各投機家と全体としての市場の株式評価の有機的な相互依存性に係わるものと考えられる。そしてもしそうであるな

ら、そのような過程を経て決まる先に見た時間的な内的関係に注視した場合の個々の投資家の評価とその全体的評価として変動する株価との間にも有機的な相互依存関係を認めることができると言ってよいであろう。この点はKeynesの知性に照らした場合にも妥当である。彼は、金融経済における全体と部分の関係は明らかに有機的であると考えていたからである⁽²⁷⁾。

そこでは、体系のそれぞれの部分は体系全体に何らかの形で含まれる内的な関係によって特徴付けられ、それらの部分を全部合わせたとしても、それが体系全体になるわけのものでもないため、将来株価について投資家の「合意」を問うことには意味がない。これが先のBibow, Lewis, Runde, 3者の問い掛けに対する否定的答への第2の理由である。

また株式市場における有機的な相互依存関係は、強気相場が5：5の均衡を超えた場合には弱気筋は死票となり、弱気筋の売りポジションから強気筋への乗り換えが生じる結果、強気筋の地滑りの勝利に終わるが、そうした行き過ぎには、自律的な反動修正が起こり、その時になって初めて改めて強気筋支持の意見が見直される場合にも象徴されていると考えられる。市場は常時強気筋・弱気筋両サイドの情報を織り込んでいるのではなく、時間差をおいて双方を処理すると言われる所以である⁽²⁸⁾。こうした事態は、市場の期待（個）の全てを常時株価（全体）が反映しているわけではないことを意味する。

因みに指摘しておくなら、全銘柄の収益率の生起状態を一定型の確率分布の2母数（正規分布の場合には平均と分散）で表して作成したリスク資産から構成される最適ポートフォリオ領域を基礎にリスク・フリーな資産との最適構成（資本市場線）を図り、以て同じく2母数で記述した各個人投資家に固有の効用（無差別曲線）との接点で各自の最適ポートフォリオを得る手法は、まさに市場を個人に還元し、あるいは個人の集計を以て市場と見做す典型的モデル・アプローチである。しかし、そこで利用さ

れる頻度説や傾向説に基づく客観確率の論理は、独立試行の不可能な社会事象の分析では破綻する。客観確率の分布の推定のために時系列の頻度分布が利用されるが、そのためにはさらに、毎時独立で一定型の確率分布を仮定する必要がある。ところが、独立試行が不可能な経済科学ではこの仮定は前提に置けない。上記で株式市場の投資家の全体と個の関係の記述を、個の行動パターンを客観的な確率分布を想定した上で語ることがなかった、これがその理由である⁽²⁹⁾。

さらに一言閑説しておきたいことがある。一般に普及している見方によれば、株式市場の社会的有用性は、ファンダメンタル価格に申し掛かる不確実性あるいは換言して「情報不足」の克服にある。そして、効率的市場仮説によれば、株式市場は、利用可能な情報を織り込むことで、最良のファンダメンタル価格の推定を行う場として想定される。従ってそこでは「われわれの将来を蔽い隠している時間と無知の暗い圧力を打ち破る」⁽³⁰⁾ことができるようになるはずである⁽³¹⁾。またそこで市場参加者は、「市場についてではなく、実体経済について予想を立てる…」⁽³²⁾。投資家はここでは、市民社会における自立した個人として各自独立に合理的選択を行い、重視するのは株式市場の外にある経済の基礎的条件である⁽³³⁾。しかし逆に株価がアプリオリな与件でなくなり、株式市場が示す判断即ち「市場の心理」に大きく左右される場合には、株価についての別の見方を構築しなければならなくなる。新古典派経済学が否定する、例えば先に指摘したような個人が本来立脚すべきファンダメンタルズから離れゆく過熱する株価バブルの市場心理に煽られた投資家各人の自己実現的な投機と、その結果生じる何時止むか誰にも分らない一途な株価上昇との間の関係に象徴される、有機的な相互依存性もその一つとなろう。Carabelliが、株価の市場（全体）での決定を個人に還元できないと指摘したのもそうした有機的な相互依存性を殊に重視したためであったと考えられる。

(c) 「Rundeの条件」と自己言及性

株式市場における全体と個の関係の延長線上にある争点は、Rundeによれば、Davisとの「慣行」の規定の相違に係わる。先に見たようにDavisはこれを非常に広く「諸期待の構造」と定義するが、これに対し、Rundeは次のような特性を持つ集団内の主体行動にみられる独立〔自立〕した規則性（self-sustaining regularity）として、慣行をより狭義に用いる。そこでは、「もし各人が集団の他のメンバーが慣行に従うと期待する場合、慣行に従うことが主体各人自身の利益になる」⁽³⁴⁾と指摘される。水原氏はこれを「ルンデの条件」（Rundeの条件）⁽³⁵⁾と規定した。むろん模倣慣行が直ちに合理的であるわけではなく、期待の自己実現こそが模倣を合理化するのである。あるいはこうも言えよう。投機家群は、「評価の一極化あるいは累積的伝染という現象」の結果生じる株価の動きを予測して、それを前提に合理的に動く。このとき「…出来事の真の動向よりも、むしろ群集心理を前もって考慮し、不条理を予期してそれを真似ること」が賢明な投機家群にとっては等しく利益になる⁽³⁶⁾。この『貨幣論』におけるKeynesの知見通り、自己実現が生じる場合には特に短期的には上げ相場・下げ相場の別なく、他の大衆の動向に先んじて売買に動くことが、特に専門的な投機業者にとっては利益になる。上げ相場はもとより、下げ相場でも後の買いに先行した空売りを含む売りを実施することが可能なら、キャピタル・ゲインを得る機会は広く一般投資家にも開かれている。そこでは模倣的な慣行は、経済を理解し、経済の将来を予測するために共有される有力な認知的方法となる。何故なら、株式市場における模倣慣行による取引の中で形成されてくる集合知は、広範な合意の対象になり、事実上、キャピタル・ゲインを得るための規範（ノルム）の性質を帯びてくるからである⁽³⁷⁾。むろん、キャピタル・ゲインを得ることができない場合ではあっても、最小限の損切りを以て下げ相場の「相対的利益」とするなら、それもRundeの条件の解釈の一つにはなる

うが、本稿ではそれは採らない。

ここでの模倣の意味をJean-Pierre Dupuyの次の一節以上に的確に洞察した例はない。

「模倣の力学は、それ自体完全に閉じられている。その模倣の力学が生み出す誘因は、外在的な現実性との一致を示すなんらかの関係ではなく、その誘因は内在的な整合性の条件を単に反映しているに過ぎない。その一致とは、先験的な確信と実際の観察に基づく帰結との間の一致を指す。模倣の誘因は自己実現的な想像力である。一般化された模倣は従って現実から完全に切り離された世界を創り出す力を持つ。それは、直に秩序付けられ、安定するが、全く架空の事柄である。模倣を興味深いものにしてしているのは、この「神話」の能力である」⁽³⁸⁾。

このように重要な役割を演じる模倣、言い換えて順応主義は、既にみたKeynesの美人投票論の比喻で語られたゲームの核心を成し、ゲームが各投票者に要求しているのは多数意見——内容を問わず、ただ多数であるという特質を持っている——を見出すことである。追求されているのは独創性でも判断の正しさでもなく、集団の動きを予測する能力である⁽³⁹⁾。この時、ある実務家が表現したような事態が生じる。彼はこう述べる。

「株式市場は白昼夢である。そして、この白昼夢は潜在意識の表れである。その白昼夢は客観的で理にかなった現実のような外観をとるが、それはこの夢が集団的であり、隣人も同じ夢を見ていることを確認できるからである。願望は共有されることによって、自己正当化される」⁽⁴⁰⁾。

先にみたように、Rundeは、こうした（例えば幾分偏った相場に関する）強気筋による、願望の共有化に依る自己正当化（期待の自己実現）の進行に伴う多数派形成を察知した場合には大勢の第三者肩代わりを期待できるため、他者に追従して、さらに買い増して含み益を増やし、逆の場合には、多数派になった弱気筋に乗

じて、可能なら他に先んじて買いに先行した空売りを含む売りに回ることによってキャピタル・ゲインを得る、という投機家の知恵を特徴とする狭義の（模倣）慣行の定義を試みたのであろう。

さて、Orléanは模倣を通じて過去繰り返し生じた自己実現というフォーカル・ポイント、ここでは皆の注意の焦点と過去の「市場の記憶」への市場参加者の期待の収斂を以て、模倣の効果の実現とみる⁽⁴¹⁾。その際、彼はこう述べる。「自己言及的な模倣に期待の次元が含まれているという事実は、特筆に値する。模倣行動によって集団の将来行動を予想できるのはなぜかと言えば、模倣を通じて、過去の状況というフォーカル・ポイントへと全員の期待形成が収斂していくからである。模倣行動のおかげで、集団は協調に成功する」⁽⁴²⁾。

(d) 鏡面反射的な読み合いの打ち切りまたは常識による相場の安定、あるいは読み合いの継続と常識の欠如による無秩序の兆候——Dupuyの見解を通じて——

以上、Rundeの知見を中心として解き明かしたように、同調の発生を媒介するのが模倣慣行の利点であるとする、随分と単純な要因に取引の契機を求めることになるように、なんなく思えるかもしれない。しかしそれが相場の現実なのである。そこでは、多かれ少なかれ限定された情報に基づいた論証の結果である蓋然性は曖昧で、その論証の重みも低いため、確信の状態に至ることは難しい。水原氏によれば、Keynesの思考では「論証の重み」が低い状況と慣習的行動の間に密接な結び付きがある⁽⁴³⁾。言い換えれば、根拠・証拠が極端に少ない場合には、論証の重みが減る結果、他者依存型の模倣慣行へと投機家の判断は傾斜し易い。1924年における国債と課税に関する委員会を受けた幾つかの質問への応答の中で、Keynesは、『一般理論』、第12章に見出される慣行と無知（「知識の欠如」）の結び付きを明確に指摘する。

[Wootton女史] この歪曲が是正されるの

を妨げているものは何なのですか？ 何が一流の金融証券への投資傾向が再び元に戻るのを妨げているのですか？

[Keynes] 投資市場にはあまりに不十分な流動性しかないという事実です。資本がひとりで最も有利な投資の機会を探し出すというのは真実ではありません。資本はその種のことは一切やりません。投資という業務は、はっきり申し上げて、大部分、その投資先の事業について全く何も知らない人々である個人投資家によって行われているため、殆んど巧くはいっていません。それは知識の欠如によります。

[J. Stamp卿] それも保守主義ですか？

[Keynes] それは慣行に従順で、知識を欠いているための安全第一主義です。それは不可避免的であり、その特徴が最も強く表れるのは、最上のタイプの証券に投資する投資家です。彼がまさにそうしたクラスの証券を物色するのは、間違いなく、彼が自分自身の判断を当てにしようとしていないためです⁽⁴⁴⁾。

幾度か引用したKeynesの言う合理的経済人の第3の行動原理の背景にあるのはまさに以上の現実である。この原理において投機家が自分の行動を「大多数かあるいは平均の行動に一致させる」理由は、Keynes, Rundeの言う模倣慣行こそが先に幾度か言及した期待の自己実現によるキャピタル・ゲインの取得を約束する（下げ相場の場合は、他に先んじた空売りを含む売りが必要になる）、という点にある。この場合、Rundeの条件が効いている暫くの間、下げ相場と、小さな上げ下げを伴いながら徐々に上昇していくラリーを含む上げ相場のいずれが促進されるにせよ、市場はある程度安定することになる。しかし、これとは異なり、相場が崩壊して後、直ぐ下げに戻る場合が多い一時のイヤ戻し、逆に上昇時に一時的に少しだけ下がるイヤ押し、共に、大局的にみれば、相場に影響を与えるようなものでなく、結果論からイヤだったと判断されるような場合等、先行きが読

めない時期には、「平均的な意見は何が平均的な意見になると期待しているか」という予測・期待の読み合いが打ち続く結果、市場の不安定が暫く助長されることになる。従って、模倣慣行は市場の安定・不安定のいずれをも導くことになるが、例えばQJEにおけるKeynesおよびDupuy, そしてDavid Lewisは安定化をもたらすという。

Bibow, Lewis, Rundeの3者の指摘によれば、「Dupuyが興味を抱いたのは、この種の鏡面反射的な期待の読み合いが続くにも拘わらず、人々が単に他者が彼らと協調し合おうと努めていることを知っているという理由によって、また、彼らがフォーカル・ポイントを選ぶことができるという理由によって、彼らがこの種のゲームでしばしば協調に成功するということである。こうしたケースでは、…鏡面反射性は安定要因となる」⁽⁴⁵⁾。次に、Keynesが1937年に述べた慣行的判断（模倣慣行）は、それ自体、鏡面反射的な読み合いの継続と同様、不安定化要因でありうる。例えば、一巨大投資家の投機判断が動揺すれば、従前の相場に反する投機が動意づく等して市場で波及する結果、株価は著しく安定性を欠くことになる。これを秀逸な比喻で表現したのが同じKeynesの『一般理論』、第12章における美人投票論である。しかし、過去の同様の状況でのキャピタル・ゲインの取得の記憶や記録を頼りに慣行的に買い、あるいは売り、その慣行を真似て追従することが利益をもたらすRundeの条件を皆が信じている場合には、自己言及的な、即ち学習によって強化された同調による模倣の連鎖によって、さらに、他の大衆に先んじた投機が鼓舞されることになる。その際、例えば、過去の強気相場の持続性の記憶や記録が投資家全員の注意の焦点、即ちフォーカル・ポイントとなる場合には、鏡面反射的な他者との期待の読み合いのプロセスは打ち切れ、目前に現出し続ける強気相場に皆が賭け、相場の安定が確保されることになる⁽⁴⁶⁾。多数派の動向が見極められ、認知的不協和の緩和が進展する、これも例えば強気相場中期で

は、期待間相互の読み合いの事実上の限界である3次元付近での打ち切りが合理性を得る。逆に、多数派が弱気相場の現出を読み切れれば、売りの連続で、株価は続落となる。

丁度2014年6月7日現在の合衆国の株式相場がこの内の強気相場の状況におそらくは該当する。即ち、新聞報道は次のように伝えている。

「ここにきて株価の戻りが目立ち始めたのがハイテク株。ハイテク比率が高いナスダック総合株価指数は6日、前日比25.172ポイント(0.6%)高い4321.399で取引を終え、3月5日に付けた今年の最高値(4357)に迫ってきた。ハイテク株はバイオ株と並び、昨年来の相場上昇をけん引してきた。株価上昇の勢いが強い「モメンタム株」などと呼ばれてきたが、量的緩和の縮小などが逆風となり4月以降は軟調に推移していた。足元ではECBが追加緩和に動いたほか、米国では政策金利が歴史的にみて低い水準にとどまるとの見方が広がりつつあり、モメンタム株への投資が戻りつつある。市場参加者の景況感が改善しつつあることも、業績が景気動向の影響を受けやすいモメンタム株にはプラスだ。著名ヘッジファンドによる強気発言が伝わったことも、モメンタム株への買いを誘う要因となった。代表的なモメンタム株である米電気自動車テスラ・モーターズや米アマゾン・ドット・コムは、5月につけた安値から1割以上上昇している」⁽⁴⁷⁾。

期待の読み合いの継続の打ち切りとともに、認知的不協和の緩和による強気相場の論証の重みの一層の高度化がこうした市況を支えることは既に第2章(b)で述べた。先の事例では、「株式に対する慎重姿勢を崩さず現金比率を高めている投資家も少なくないもようで、株高の持続には不透明感も残る」という状況が排除されるべき認知的不協和の要因に該当する。もしくは、シェリングの標識ないしDupuyの所謂コモン・センス(「常識」)によって、そこでの相場はある一定の高水準に係留され、安定してい

ると考えることもできる。David Lewisが注目したのはこの内の後者であった。ここにシェリングの標識とは、文化的・社会的文脈によって条件付けられた集団的な参照基準を発見することによって、多数意見を見出そうというものである⁽⁴⁸⁾。ごく最近の事例は、ロシアのクリミア侵攻を発端とするウクライナ情勢を巡る地政学的リスクの相場の織り込み具合である。2014年6月28日現在の地政学リスクも依然として集団的な参照基準として相場の重荷であった。

「緊張の続くウクライナ情勢について欧州連合(EU)首脳会議は27日、ロシアが30日までに緊張緩和に向けた措置を取らなければ制裁強化に踏み切ると警告する総括文書を採択。米株式市場では売買の見送り材料として意識された面もあった」。

「27日の米株式市場でダウ工業株30種平均は小反発した。終値は前日比5ドル71セント(0.0%)高の1万6851ドル84セントとなった。新規の買い材料に乏しい中、最近まで上昇の目立っていたハイテク関連株に引き続き資金が流入。投資家心理の好転につながった。ハイテク株比率の高いナスダック総合株価指数も反発。同18.884ポイント(0.4%)高の4397.930となり、2000年4月以来ほぼ14年2カ月ぶりの高値を付けた」⁽⁴⁹⁾。

この事例は、高水準の相場が現出しているにも拘わらず、国際政治・社会的なリスクが未だその重しになっていることを示している。あるいは逆に、認知的不協和の理論で言うなら、大きな地政学上のリスクをさえ排除して高水準の相場が形成されたとも言える。

さて、Dupuyは、他方で、Keynesと同様、美人投票論的な投機家による相場の読み合いが不安定化作用をもたらすケースもありうるという。

「主体が常識によって導かれる場合には、Dupuyによれば、彼らは、鏡面反射的な行動に加わることなく、誰もが知っている事実(CK: common knowledge)の仮定によって要求される数え切れない諸条件を自動的に満たすことに

なる。この種の状況では、彼らは、自分達の行動を導くために外部の、あるいは客観的な評価の基準（と彼らが考えるもの）を採用する。主体がこうした評価の基準を欠く時、Dupuyが「常識の危機（crisis of common sense）」と名付ける事態が生じる。自分達の回りを囲む人々が何を考えているかについて手掛かりを探し求めて、人々が鏡面反射的な行動に加わるのはまさにこの時点においてである。それゆえ、この観点からみると、鏡面性は無秩序の兆候を示している。これは、David Lewisの説明とは全く対照的な理解に立っている。David Lewisの説明によれば、鏡面性は慣行の安定性を支えるからである⁽⁵⁰⁾。Dupuyは、本稿で第2章(a)以降取り上げている論文⁽⁵¹⁾の後半を、『一般理論』で強調された次の2点を書き留めることから始めている。(1)金融市場は、蓋然的な推論に還元できない根本的な形態の不確実性によって特徴付けられている。(2)そうした状況では、「(パニックの状況がそうであるが) [もし] 私が陥っている社会的状況について何も知らない場合には、他者が何かを知る機会を持っており、また彼らを真似ることによって、私は彼らの知識から何らかの利益を引き出すことになるかもしれない」から、唯一合理的な行動は他者を模倣することとなる。この種の状況はDupuyが常識の危機（crisis of common sense）と名付けた状況に一致し、またDupuyによれば、Keynesがなした決定的な貢献は、危機を導く鏡面反射的なメカニズムが、その解決を可能とする同じメカニズムであるということを理解していた点にある⁽⁵²⁾。

Dupuyによれば、解法は、二段階の過程を経て生まれてくる。まず、第一段階を通じて、主体は鏡面反射的な行動に加わり、そこでは各人が、「誰もが同じ方向に向かって身を投じる」まで、誰もが欲する知識に関する何らかのサインを求めて他者を注意深く観察する。次に第二段階においては、市場で現われる目標——おそらく、株価あるいは一群の株価の集合——が安定化し、また「その目標の形成のまさに諸条件

に固有な気ままな性質を忘れることを通じて」〔その〕外在性ないし客観性が獲得される⁽⁵³⁾。したがって、このケインジアン的な意味における慣行とLewis派の意味における慣行との間には、はっきりとした断絶がある。何故なら、解法もしくは慣行を安定化するものは、DupuyによるKeynesの解釈においては、その解法もしくは慣行の生成に関する集団的な錯認（*misrecognition* (*méconnaissance*））であって、Lewisが考えるような常識（common knowledge）ではないからである⁽⁵⁴⁾。ところで、模倣の連鎖だけで構築される内部で閉じた自己言及的な構造を持つ相場の場合ではあっても、それ自体一箇の、これもまた実在する知識となってくる。もしそうであるなら、ケインジアンの慣行の安定化の根拠を錯認に求める見解は誤解を招く。この点については、既に第2章(a)で述べた。但し、第2章(a)では特に指摘しなかったが、この点については若干の補足が必要であった。それは、同じく(a)で見たCarabelliの見解にもあるように、「諸主体は完全な無知及び不確実性の状態においてのみ慣行に従」うのであって、知識があるなら、それを基礎とした新たな蓋然性に基づく合理的期待が生じるのは当然であるが、しかし、本章(a)で少しく触れたように、一面、当該期待を取り巻く状況に尚不確実な諸要素が残されているような場合⁽⁵⁵⁾には、依然、慣行に頼らざるをえない、という事実である。それゆえ、実在する知識が必ずしも慣行の安定化と矛盾するわけではない。即ち、第2章(a)において、Carabelliの慣行に関する解釈として指摘した、一方における証拠・根拠が僅かでもあるため客観的な蓋然性の成立に基づく合理的期待が形成される場合と、他方における無知の状態において慣行的な期待が人為的かつ実際的な手段として現れる場合の中間に、無知ではなく知識はあるが、それを取り巻く不確実性故に、慣行が打ち続く場合があり、また、同じ事であるが、無知による錯認、その否定は直ちに何らかの知識に基づく蓋然性を基礎とした合理的期待の形成を意味しない、という点に留意しておき

たい。

さて、先のようにして、フランス学派は、Keynesが慣行的判断と呼んだ重要かつ唯一の形態（*QJE*においてKeynesが特定した手法の3番目）を生み出している。Dupuyの1989年の論文は、David LewisとKeynesの社会的慣行の対象に関する幾つかの重要な違いを確認した。David Lewisの分析は、ゲームの形式的構造の外部にあるなんらかのフォーカル・ポイントに関する共通の知識の仮定を基礎に置いており、行動の適切なコースに関する確信はそのフォーカル・ポイントの回りで混じり合う。鏡面性はここでは安定化を促す力であり、慣行はフォーカル・ポイントに関する共通の知識によって確立し、支えられる存在である。これとは対照的に、Keynesにとって、広く行き渡った鏡面性は、安定した時期を中断する無秩序的合間において生じるものである。そして、解法ないし評価に関する慣行の集まりを安定化させる要因は、少なくともDupuyによるKeynesの読解では、市場参加者の「合意」であり、また、彼等がこの合意が達成される気紛れな過程を忘れてしまうことである。Dupuyの見解によれば、ケインジアン的な慣行は、一度達成されると、鏡面反射的な動きを阻止する。鏡面反射的な行動は、常識が破綻する時点で生じ、そして、一度、新しい慣行的評価の集合が達成されると消えてなくなる。David LewisとKeynesとの対照は有用である。何故ならそれは、Keynesの分析の重要な側面を照射しているからである。第1に、それは、美人コンテスト型の投機家の期待間相互の読み合いの継続は、新たな安定した評価〔値〕の集合が（一時的に）得られて初めて廃れる不均衡の過程であるという点で特徴的であるという事実を際立たせる。第2に、それは、慣行的評価が金融市場においていかに気紛れなものかを巧く例証している。また第3に、それは、Keynesが*QJE*において描いた3つの手法の内の第2番目、即ち、将来の評価を既知の事柄から推定するための基礎を与える市場参加者の常識ないし日常世界の一部を形成する既

存の評価と整合する。とは言うものの、フランス学派の示す図式は、それに特有の数多くの問題を提起している。それらの問題は、金融市場における社会的慣行の対象の複雑さを示している⁽⁵⁶⁾。Bibow, Lewis, Rundeの3者は、それらの問題の内3つを取り挙げているが、ここではその中でも特に有意義と考えられる1点に限って紹介しておきたい。

それは、鏡面反射的過程が、何らかの明確なフォーカル・ポイントなしに、ケインジアン⁽⁵⁷⁾の常識的な慣行を如何にして具体化するのか、という問題である。Dupuyによれば、慣行は、「誰もが同じ方向に向かって資本を投じ」、市場参加者が「合意」を示す時点で表面に出てくる。しかし、市場参加者が形成するものと考えられている合意とは厳密には何についてであるのか。それは、既存の価格か、それとも将来の価格か、あるいはまた将来価格の変化の単なる方向か。それは単一の株価か、株価の各集合か、それとも実はまさに「市場」そのものか⁽⁵⁷⁾、という本章(b)で既に取り上げた問題に他ならない。

これについての筆者の答えも同じく本章(b)で述べた通りである。

Dupuyはこの種の問題に答えていないが、しかしたとえ答えたとしても、問題がそこで終わるわけではない。例えば、Rundeの条件が効いて株の価格が上がり続ける場合、自己実現的な(self-fulfilling)期待の過程は、誰もが「同じ方向に資金を投じている」限り、止まることなく続くことになる。この過程が止まるために、また価格が安定を保つ上で必要なのは、見解に多様さが現れて来ることである。そして、そのためには、市場参加者の中に、共通認識を捨て、強気筋から弱気筋に乗り換える動きが出て来なければならない。それは何時か、である⁽⁵⁸⁾。この問いの関連事例は第6章(c)で紹介する。

以上とは逆に、鏡面反射的な投機行動は慣行の脆さを示す不安定化要因となるというのがKeynesの『一般理論』での論理である。しかし1937年論文でKeynesが示したように、模倣を

通じて、「過去の状況というフォーカル・ポイントへと全員の期待形成が収斂し」、模倣行動のおかげで集団は協調に成功すると、それに伴って、集団の将来行動を予想できるようになるから、従って、模倣慣行によって、美人投票論を通じて指摘された市場の不安定化は回避されることになる。だから、それが安定化要因となるということは一面の真実である。但しそのことは、全ての相場について一様に妥当するわけではなく、強気相場の中期においてのみ妥当する現象であり、初期及び不況期のボックス相場では、先に述べたように、先行きが読めず、「平均的な意見は何が平均的な意見になると期待しているか」という予測・期待の読み合いが打ち続き、また、一点集中して模倣すべき目標も、シェリングの標識も見出せず、株価は不安定に変動することになる⁽⁵⁹⁾。同様に菱山氏も模倣慣行は不安定化を導く、という。同氏は株式市場に代えて債券市場を議論の俎上に載せて次のように指摘する。「要するに、債券市場に登場する経済人の行動も、収集された情報にもとづいて合理的に推論された債券価格（利子率）の将来に関する最善の判断に依拠するものではなく、他人の目の色の移りぐあいをいち早く察知しようとするか、それとも、惰性的な行動に身をまかすか、いずれにしても、彼らは、自分自身の主観的な選好表を選択の基礎とし^{ない}のではあるまいか。こうした場合には、個々の成員は相互に影響しあう。そして、多数の意見は、それ自体、個々の意見の函数となるだろう、だから、相互に影響を及ぼし合う個々の意見が変わると、それに応じて、多数の意見もゆれ動く。要するに彼らはランダム・メンバーでない。こうなると、その集団の行動様式の安定性がひどくそこなわれることはいうまでもない」⁽⁶⁰⁾。これが現実の相場の一側面であることは既に本章(b)で述べた。また、ここに菱山氏が捕捉する「個々の意見が変わると、それに応じて、多数の意見もゆれ動く」市場の姿こそ、金融市場内部の有機的な相互依存性の一特徴を巧く捉えきっている。

ある時点で具体化する株価は、それが市場に参加した投資家の取引株数による売買資金量で決まる点では、それは投資家全体の行動の集約値である。そしてその限りでは、市場を支配するのは、多数者の論理である。しかしその期待値はある時点での企業収益力の実勢に即して、あるいは関連する情報に関する各個独自の解釈を通じて形成されるものではない。また、既に述べたように、各株価の需給の変動にのみ関心を寄せる投資家の観点からすると、その必要すらない。例えば、Keynesが示唆したように、近い将来市場が3000円に評価するとわかっている株式について、自分の計算では4000円の評価が与えられるとしても、現在それを3500円で買うことは合理的ではないからである⁽⁶¹⁾。こうして、投資家行動の基礎とは、株価に係わるその人自身の情報に基づく蓋然的な確信ではなく、同じ事象に関する他の多数者の平均的判断に寄せる彼自身の判断である。「樂觀が樂觀を呼び、悲觀が悲觀を呼ぶ」という群集心理の波が投機市場をさらってしまうのはこのためである。この群集心理あるいは市場の心理を一時的で非合理的な事象として捉えることは誤りである。市場の意見が、各人が多数意見を見出そうとする時に諸々の個人的意見の中から生み出される「生産物」でもあるような特異な論理が支配する状況、即ち、「自己言及的な構造」⁽⁶²⁾においては、市場の意見に付き従うことが最も合理的な投機となるからである。そして、そこで徹頭徹尾多数派を形成すべく他人の「選好表」の動向を窺う多数の玄人筋の投機の結果として生じる、この群集心理をさらに幾重にも予測し合う市場内の動き、それを喩えたものが美人投票論であることは既に見た通りである⁽⁶³⁾。

さて、同調的な相場の環境に常駐している場合には、相場が上昇に向かうと買い出動し、下落に向かうと売りに回るという「相場後追い」あるいは「順張り」の行動パターン(positive feedback trading)が自然に生まれることになる。不確実で不十分な情報しか持ち合わせない多くの市場参加者は、ただ相場の

動きのみに注目し、そこから逆に他のプレーヤーの思惑や判断を読み取ろうとするわけである。彼らには、相場の乱高下を増幅する「ノイズ・トレーダー (noise trader)」という批判的な呼称が与えられている。だがこれは決して特殊な存在ではない。それは、不確実性下で競争を強いられる市場参加者において、情報収集に要する時間的・労力的コストを節約する点でも合理的な、市場という環境が生み出す必然的で一般的な存在と認識すべきであろう⁽⁶⁴⁾。

(e) 投機における情報の真偽の無効

ところで、第2章(a)において筆者は、市場で受容されていく情報の真偽は投機にとって本質的要件とならないと述べた。その意味は2つある。

第1は、情報が相場にどう働くかは客観的に一意的には決まるわけではなく、それは投資家によって取捨選択された結果であるという事実である。第2は、その情報の相場への作用が一旦市場で受容され始めれば、当該情報の真偽は最早問われることがないという事実である。この2点について、田中氏等が既に試みた株式相場に関する優れた洞察に学んで敷衍しておきたい。

まず第1点について。投機家は、自己の情報処理の許容量や競争による時間的切迫という制約の下で、全ての情報を総合的に斟酌することはできないため、断片的な情報を組み合わせて、より現実的であると思われる相場シナリオを頭の中で作り上げることになる。そこで重視されるのは、物理的な真実であるよりも、認知的な一貫性である。こうして一つの相場シナリオができ上がると、それに基づいて投機家は思惑をはってポジションを作る。そして一旦ポジションを作ると、それに反する相場を示唆する情報は彼にとって既に見たような認知的不協和の種になる。そのため、そうした意に沿わない情報を軽視し、あるいは無視する等の認知的努力が行われ、不協和の低減が図られる。その結

果、状況認識が一層偏り、従って保有している売買ポジションの方向の相場観がさらに煽られることになる⁽⁶⁵⁾。

以上を要するに、情報の真偽の判別には能力面で限界があり、またたとえ判別がついたとしても、その情報が相場にさしあたりどう影響を及ぼすかは判断できない。そのため、物理的な真実よりは、認知的な一貫性が重視され易く、それに反するような情報は軽視・無視され易い。

次に指摘したい第2点は、投資家のこうした判断の当否を決めるのは以上のような偏りを内包した相場そのものであって、それは最早、情報と株価のあるべき関係、及び情報の真偽ではないという事実である⁽⁶⁶⁾。論考の順序として、初めに、相場で偏りをもたらし契機となる「同調 (conformity)」に関し、投資市場について唯一系統立った解説を試みた田中氏の深い洞察に学びながら説明しておきたい。

(第3章注)

- (1) 「物理学では大変すばらしく機能した原子的仮説は心理学では崩壊する。われわれはいたる所で有機的統一や、分離性や、不連続性等の諸問題に直面している——全体は部分の総和に等しくはなく、数量の比較はわれわれの役にたたず、小さな変化は大きな効果を生み出し、一様でしかも同質な連続体の仮定は満たされない」(“JMK”, Vol.X, *Essays in Biography* edited by Donald Maggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1972 (Reprint of 1933), p.262. [大野忠男訳 (1980) 『人物評伝』(ケインズ全集 第10巻) 東洋経済新報社, 346-347頁])。
- (2) Joachim Goldberg and Rüdiger von Nitzsch (2001), *Behavioral Finance*, translated by Adriana Morris, John Wiley & Sons, p.89 and p.94. [眞壁昭夫監訳 (2002) 『行動ファイナンス：市場の非合理性を解き明かす新しい金融理論』ダイヤモンド社, 90-91, 95頁]
- (3) 2012/11/7 9:01 (2012/11/7 15:08更新) 『日本経済新聞』電子版「オバマ勝利でリスクオン加速」
- (4) John B. Davis (1994), “Keynes’s Philosophical Thinking,” in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.238.
- (5) “JMK”, VII, p.152 [邦訳, 150頁]
- (6) John B. Davis (1994), “Keynes’s Philosophical

- Thinking,” in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.236.
- (7) *Ibid.*, p.240. 括弧 □ 内は筆者。
- (8) *Ibid.*, p.235.
- (9) *Ibid.*, p.226.
- (10) 日本評論社『経済セミナー』1998年8月(523)号[リレー掲載] Keynesの哲学と経済学①『『確率論』と『一般理論』のあいだ』ヨヘン・ルンデ(Jochen Runde), 水原総平訳, 60-67頁。
- (11) John B. Davis (1994), *Keynes's Philosophical Development*, Cambridge University Press. この文献レビューはヨヘン・ルンデ, 同上による。
- (12) ヨヘン・ルンデ, 前掲, 66頁。括弧 □ 内は筆者。
- (13) John B. Davis (1994), “Keynes's Philosophical Thinking”, in John B. Davis ed. *op.cit.*, p.226.
- (14) “JMK”, X, p.262. [邦訳, 347頁]
- (15) John B. Davis (1997), “J.M. Keynes on History and Convention,” in Geoffrey C. Harcourt and P.A. Riach, eds., *op.cit.*, p.213. [邦訳, 669頁]
- (16) John B. Davis (1994), “Keynes's Philosophical Thinking,” in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.240. 括弧 □ 内は筆者。
- (17) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2003), “On Convention : Keynes, Lewis and the French School,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, p.193.
- (18) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), “Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology,” *op.cit.*, p.518.
- (19) さらに, 「1950年代, 1960年代における論理学の展開はこうした内的な関係を外的な関係に還元できるものではないことを証明している」(Anna M. Carabelli (1992), “Organic Interdependence and Keynes's Choice of Units in the ‘General Theory’,” in Bill Gerrard and John Hillard eds., *The Philosophy and Economics of J.M. Keynes*, Edward Elgar, p.4.)。Keynesが残した1905年の手稿によれば, 各部分から独立した全体, 即ち有機的統一体と思われるものとしては, 例えば美効用があるという (*Ibid.*, p.14.)。Keynesは, 「…ドという音と他の音とが合して, 和音を構成して美しい音となった場合, それは個々の音の価値のたんなる合計ではなく, 渾然一体とした有機体としての価値であるように, 全体の価値は部分の価値の合計ではないのだ, ということを強調した。そして部分と全体との関係を分析するための武器として, 理性ないし知性が大切であると考えた」(伊東光晴 (1962) 『ケインズ: 新しい経済学の誕生』岩波書店, 53頁)。Carabelliも, 部分から全体が独立している例として同じく美や効用を挙げている (Anna M. Carabelli (1995), “Uncertainty and Measurement in Keynes: Probability and Organicness,” in Sheila Dow and John Hillard eds., *Keynes, Knowledge and Uncertainty*, Edward Elgar, p.147.)。
- Carabelliの先の1992年の論文では, Keynesの有機的な相互依存性と単位の選定に関する貴重な見解が展開されている。
- (20) 東京証券取引所を例に挙げるなら, 8時から9時まで受け付けられた注文で, ①成り行きの全数量執行, ②約定する値段未満の売り注文及び当該値段を超える買い注文の全執行, ③約定値段での売り注文と買い注文のいずれか一方がゼロとなる, 以上の3要件を満たして板寄せによる始値が決まるケースが多い。決まらない場合には始値が決まる時刻がずれ込む場合もある。この始値を, その後始まる競争が不十分であるという欠点を持つザラバで決まる終値を描いて, 「既存の価格」とする。
- (21) ローザンヌ学派の静的均衡状態の理論については, 杉本栄一 (1953) 『近代経済学の解明: その系譜と現代的評価』理論社 (初版1950年刊行), 第4章「ローザンヌ学派 (一般均衡学派)」, 特に123-135頁を参照。
- (22) 株式の一銘柄も含め, 商品のどれか一つにつき需給・価格が変化するとすれば, その変化はそれと相互依存関係を持つ他のあらゆる商品の需給・価格に影響を及ぼし, 経済世界に一般的な動揺変化を引き起こすであろう (杉本 (1953), 126頁)。単一の銘柄, 銘柄の各集合, (株式) 市場そのものも全て商品世界の一部に過ぎず, 他の何らかの商品群と多かれ少なかれ何らかの形の相互依存関係を持つから, そこから切り離れた価格形成を論じることが本来できない。
- (23) David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein (1990), “Herd Behavior and Investment,” *The American Economic Review*, Vol.80, No.3, p.477. 括弧 □ 内は筆者。
- (24) Robert J. Shiller (1984), “Stock Prices and Social Dynamics,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984, Iss.2, pp.457-98. For this literature review, cf. Benjamin M. Friedman (1995), “Economic Implications of Changing Share Ownership,” National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, No.5141, June 1995, p.5. David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein (1990), “Herd Behavior and Investment,” *op.cit.*, pp.465-479.
- (25) Léon Walras (1926), *Eléments d'économie politique pure, ou, Théorie de la richesse sociale*, Paris et Lausanne. [久武雅夫訳 (1983) 『純粹経済学要論: 社会的富の理論』岩波書店, 45-47頁] 静的一般均衡理論に関し, 経験上の模型とされた近代的な証券取引所の内部における特殊な取引に

ついて、杉本氏の論考を踏まえて敷衍すれば次のようになる。この取引所の内部で行われる取引の仕方では、多数の売り手と多数の買い手とが一同に会し、取引所が提示するオークション価格において売ろうと欲する供給量、及びその価格で買おうと欲する需要量を、同時に申出て、その際買い手全体の需要量の合計と売り手全体の供給量の合計とが一致しない時は、この価格における取引は単なる仮想取引としか考えられない。そして超過需要の場合にはより高い、超過供給の場合にはより低いオークション価格が提示され、需給が丁度一致するまで仮想取引の系列が続く。これをWalrasは予備的模索の過程と名付けた。そしてこの過程を繰り返していくうちに、いつか需給が一致する。その均衡価格が成立した時に始めて仮想的な価格需給の改訂は中止され、現実の取引が実行されることになる。従ってこのような機構の下に行われる証券取引所の現実的取引は、常に均衡状態を前提として行われるものと考えてよく、静的均衡理論は現実と妥当する図式として成り立つことになる。だが、静的均衡理論が妥当するのは、あくまで、注(20)で見た板寄せによる始値の決定過程に見るこの取引所取引のみである。杉本氏自身によるJoseph A. Schumpeterの言葉の引用に依るなら、ローザンヌ学派が静態均衡理論だということの意味は、本文(本章(b)の中頃)で述べた第1の意味——取引の外から取引に対して与えられる諸条件の内、需給いずれかに変動を来すある偶発的な一つの変動要素に注視し、その他の諸要素は「与件の固定」として捨象し、結局において(in the long run)、受動的適応の帰結として個々の需要と個々の供給の集計が一致し、静止する価格であるから、それは、理論上、時間の無い世界での需給の波動の帰結にすぎない、という意味——に加えて、第2には、その成立が発生的に説明されるべきであるという意味ではなく、ただその存在及び機能が、思惟的分析によって論理的に明らかにされるに過ぎないという意味だからである(杉本(1953), 131-132頁)。杉本氏の思考は一体に現実の経済過程に密着した洞察に基づくものだけに揺るぎない。それは証券取引所における取引の系列が静的均衡過程から外れる『乱手』の続出によって混乱に陥る異常事態を不備なく指摘している点にも現れている(以上、杉本栄一(1950)『近代経済学の解明：現代的主潮流と新展開』理論社, 32-37頁を参照)。乱手とは一般に、先物取引で、売り方または買い方が市場を混乱させる目的でとつぴな値段や数量を唱えて手を振ることを指すが、少しく限定して、雷同売りや雷同買いとすると、本章(c)末尾で触れる相場の乱高下を増幅する「ノイズ・トレーダー(noise trader)」とい

う批判的呼称が与えられる投機者の行動に近い規定となる。しかし本稿では田中泰輔氏の知見に習い、これを、不確実性下で競争を強いられる彼らにとって、情報収集に要する時間的・労力的コストを節約する点でも合理的な、市場という環境が生み出す必然的で一般的な投機パターンと認識する。

- (26) Anna M. Carabelli (2002), "Speculation and Reasonableness: A Non-Bayesian Theory of Rationality," in Sheila Dow and John Hillard eds., *op.cit.*, p.174.

- (27) CarabelliはKeynesの言説を引用して次のように指摘している。

「Keynesは彼自身の方法について表現して次のように書いている」。

「第1点は、素材に関する私の一般的な扱い方に影響を与えるものである。私は、インドの制度が極めて整然としたものであるという事実を明らかにしようと試みた。制度のどの部分も他のある部分に属している。あらゆることを一度に述べることは不可能であり、著者は、自身の説明を明確にするために、時には事実の複雑さや相互依存性をどうしても犠牲にしなければならない。しかし、制度の複雑さと整然さは、その一部を批判する人が絶えず注意を払わなければならないことである。これはインドの金融に特有なことではない。それはあらゆる金融問題の特色である。この問題が困難なのは、その特色に基づく」(「JMK」, Vol.I, *Indian Currency and Finance* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1971 (Reprint of 1913), pp.181-2. [則武保夫・片山貞雄訳(1977)『インドの通貨と金融』(ケインズ全集 第1巻) 東洋経済新報社, 189-192頁] 下線はKeynes)。

「ここでKeynesは、金融経済という素材を特徴付ける複雑さと有機的な相互依存性を取り扱っている。経済学の方法は、素材の特質を反映すべきである。金融経済において、全体と部分の関係は、明らかに有機的である」(Anna M. Carabelli (1995), "Uncertainty and Measurement in Keynes: Probability and Organicness," in Sheila Dow and John Hillard eds., *op.cit.*, p.153)。

- (28) 田中, 108頁。

- (29) この点に関し、Gilliesの「確率系」は現実の試行の繰り返しをKolmogorovの数学的確率で記述しようとするものであるが、その社会科学への応用に際して生じる4つの疑問、即ち、(1)問題としている試行(現象)が、そもそもKolmogorovの確率空間で記述できるのか、(2)記述できるとしても、採用するモデルや確率値を如何に見つけるのか、(3)

繰り返し可能でも独立試行とみなせない試行の場合はどうするのか、(4)繰り返し可能でない現象には確率論は適用できないのか、以上の4つの理論的問題について、筆者は嘗て考察したことがあるので(渡部恒彦(2012)「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策——CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして——(上)」『流通経済大学論集』Vol.47, No.3, 59-61頁), 参照されたい。

- (30) “JMK”, VII, p.155. [邦訳, 153頁]
- (31) André Orléan, 邦訳, 34頁。
- (32) 同上, 35頁。
- (33) 宮崎義一(1992)『複合不況：ポスト・バブルの処方箋を求めて』中央公論社, 177頁を参考。
- (34) Jochen Runde, (1994), “The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute,” in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.248. 括弧〔〕内は筆者。
- (35) 水原総平(2000)「ケインズの慣行とは何か」日本評論社『経済セミナー』2000年8月(547)号, [リレー掲載] Keynesの哲学と経済学⑩, 91頁。
- (36) Sous la direction de Philippe Batifoulier (2001), *Théorie des conventions*, Economica. [海老塚明・須田文明監訳(2006)『コンヴェンション理論の射程：政治経済学の復権』昭和堂, 259頁] “JMK”, VI, p.323. [邦訳, 378頁]
- (37) André Orléan, 邦訳, 34頁。
- (38) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), “Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology,” *op.cit.*, p.516. The original text is found in Jean-Pierre Dupuy (2004), “Economics as Symptom,” in Paul Lewis ed., *Transforming Economics: Perspectives on the Critical Realist Project*, Routledge, p.247. 傍点は筆者。
- (39) André Orléan, 邦訳, 98頁。
- (40) 訳書では, Pierre Balleyの文献からの引用となっている。即ち, 「これは, 実際に株に携わっているバレーが, 株式市場の自己実現プロセスを活写した一節である」(André Orléan, 邦訳, 168頁)。しかし引用注が付いていないため, 巻末に記載のあるBalleyの文献2点のいずれからの引用か不明であり, その旨を訳者の1人, 坂口氏に問い合わせたところ, 次のような主旨の回答を得た。

Orléanの原書の当該箇所を見ると, 引用文には引用注がないため, 引用の出所は分からない。但し, 引用文の後のOrléanの原文を見ると, 実は, sous la plume d'un praticien, つまり「1人の実務家の筆になる」と書いてあるだけである。坂口氏は, Balleyが実務家であることから, 彼の言い換えだろうと解釈した。同氏によれば, このような言い方は, フランス語ではよくあるので, 話の流れから, 敢えてBalleyと明記したが, しかし引用文に

引用注がないことから考えると, 引用箇所はBalleyの文献からではなく, 名の知れていないある実務家の発言からの引用であると解釈するほうが, 今見ると自然であるように思われる。Balleyからの引用である可能性もあるが, その場合には, 引用注を落としたOrléanの誤謬であることになる。もしそうでなければ, 引用文は, Orléanが「実務家の発言を紹介したものとなろう。結論として, そのように扱ってほしい旨の回答であった。

本稿では, 以上の坂口氏の回答に従って, 当該引用を, Pierre Balleyの文献からの引用ではなく, ある実務家の発言をOrléanが紹介したものとして扱った。

(筆者の質問に対し, 真摯にご回答下さった坂口明義氏に, ここに記して, 感謝の意を表したい。)

- (41) 同上, 98頁。
- (42) 同上, 98頁。
- (43) Sohei Mizuhara (2003), “Keynesian Convention: A Textual Note,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, p.203.
- (44) “JMK”, Vol.XIX, *Activities 1922-1929: The Return to Gold and Industrial Policy* edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press., 1981, p.312 [西村閑也訳(1998)『金本位復帰と産業政策：1922～29年の諸活動』(ケインズ全集 第19巻) 東洋経済新報社, 365頁] Cf. Anna M. Carabelli (2002), “Speculation and Reasonableness: A Non-Bayesian Theory of Rationality,” in Sheila Dow and John Hillard eds., *op.cit.*, p.184.
- (45) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), “Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology,” *op.cit.*, p.514. 傍点はBibow, Lewis, Runde. J. Bibow, P. Lewis & J. Runde (2003), “On Convention: Keynes, Lewis and the French School,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, pp.190-191.
- (46) *Ibid.*, p.192.
- (47) 2014/6/7 9:47『日本経済新聞』電子版「NY株, 連日の最高値更新「ハイテク」も持ち直し」
- (48) André Orléan, 邦訳, 70頁。
- (49) 2014/6/28『日本経済新聞』電子版「米国株, ダウ小反発で5ドル高 ハイテク株高でナスダックは14年ぶり高値」
- (50) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2003), “On Convention: Keynes, Lewis and the French School,” in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, p.191. 傍点はBibow, Lewis, Runde. Cf. David Lewis (2002), *op.cit.*, esp.ch.2.
- (51) Jean-Pierre Dupuy (1989), “Common Knowledge, Common Sense,” *op.cit.*
- (52) *Ibid.*, p.57.

- (53) 「この種の過程は2つのモーメントを持つ。第1は、待ち望む知識の何らかのサインを求めて他人を誰もが観察するときの、外見の鏡面反射的及び鏡面性のプレーのモーメントである。遅かれ早かれ、誰もが同じ方向に向かうことになる。第2のモーメントは、現れてくる目標となる対象の安定化のモーメントであり、その安定は、その目標となる対象の生成のまさに諸条件に固有な気ままな性質を行動主体が忘れてしまうために達成される。その生成にとって必要な市場の合意は、ある一定期間、鏡面反射のシステムの外部にある目標となる対象を投影し、明らかにする。行動主体は、今や皆、目標となる対象によって指示される方向を見渡すだけで、最早、相互に凝視することもない」(*Ibid.*, p.58.)。Cf. Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), "Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology", *op.cit.*, pp.515-516.
- (54) Jean-Pierre Dupuy (1989), "Common Knowledge, Common Sense," *op.cit.*, pp.58-59. Cf. Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2005), "Uncertainty, Conventional Behavior, and Economic Sociology", *op.cit.*, p.516.
- (55) Keynesは、通常の論理的思考で採用される蓋然性の曖昧さ、不定性、不確実性は蓋然性そのものの本質によると指摘する。それらの蓋然性は、当該事物を理解する体系が異なる場合、同じ帰結に達することはできない、という考え方(共約不可能性)において本質的に曖昧である("JMK", VIII, p.111; see also ch.3 [邦訳, 118-119頁; 第3章参照])。共約不可能性とは、[ここでは]理論的に蓋然性を測定することが不可能であること、比較することが不可能であること、定義された詳細な形態における蓋然性を与えることができないことを意味する。このことは、それら蓋然性に固有の性質によるものである(Anna M. Carabelli (1995), "Uncertainty and Measurement in Keynes: Probability and Organicness," in Sheila Dow and John Hillard eds., *op.cit.*, p.151.)。
- (56) Jörg Bibow, Paul Lewis and Jochen Runde (2003), "On Convention: Keynes, Lewis and the French School," in Jochen Runde and Sohei Mizuhara eds., *op.cit.*, pp.192-193.
- (57) *Ibid.*, p.193.
- (58) *Ibid.*, pp.193-194.
- (59) André Orléan, 邦訳, 89-104頁。
- (60) 菱山泉 (1968)「ケインズの貨幣と不確定性の論理」『思想』岩波書店, 526号, 4月, 54頁。傍点は菱山氏。
- (61) "JMK", VII, p.155. [邦訳, 153頁]
- (62) André Orléan, 邦訳, 73頁。
- (63) 菱山 (1968), 57-58頁。

- (64) 田中, 108-109頁。
- (65) 同上, 134頁。
- (66) 合衆国では2008年世界金融恐慌以降、新古典派経済学は沈黙しているが、その金融理論の支柱である効率的市場仮説の統計的検証方法の当否については既に別途私見を述べ、またさらに、後の第6章(c)で詳説するが、この仮説で扱われる「情報」に関する解釈の決定的な盲点はこの点にある。For example, refer Eugene F. Fama (1976), *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*, Basic Books, Inc., esp.ch.1 and ch.5. [日本証券経済研究所計測室訳 (1979)『証券市場分析の基礎: 資産選択と価格メカニズム』日本証券経済研究所, 特に第1章, 第5章]

第4章 投資市場における同調とその根底にある動機と本質——投資市場に特有のソーシャル・リアリティー——

(a) 自己言及的過程におけるファンダメンタルズさえ離れた独特な論証の重みを持つ相場の形成——ソーシャル・リアリティー——とその脆さ

強引ともいえる情報の取捨選択・解釈は多分に主観的ではある。だがその偏りも相場で優勢となる結果自らを正当化していく⁽¹⁾ことになる。それと同時に、投資家が意図的に抜き取った情報とその解釈は自己実現的となって「客観性」を帯び始める。この自己実現の条件となるのが、第2章(d)、第3章(d)で既に述べた過去の成功・失敗の記憶・記録に支えられた模倣慣行ないし追従である。

こうした状況下では、市場の受容を前提にした自己実現を見越した投機も現れる。Frank Partnoyによれば、ある名の知れたポートフォリオ・マネジャーは、英ポンドについて実際には強気筋を採っており、一方で空売りをしながらその実、逆の、つまり英ポンド高が進む場合に際して用意した空売りをはるかに超える多額のコール・オプションを行使して英ポンドを購入して利益を得ていた⁽²⁾。これは、空売りする当該マネジャーの行動だけを見て、英ポンド安が進む自己実現の可能性が高くなったと判断

して、同じ空売りを真似て利益を出そうとする投機家が増えると、それはそのマネジャーの術中に嵌まることを示唆する。即ち、高めの買い戻しで英ポンドを返して損失さえ被る人が増える一方で、英ポンド高が進む結果、多くの英ポンドを手にしたそのマネジャーの利益は膨らむことになる。己に対する市場の確たる注目・評価を踏まえた不敵な、彼にしかできない投機手法である（むろん、通貨投機は、各国の通貨当局に近い存在による情報提供面での援助がないと儲からず、その意味で正直に生きて、ただ賭けている通貨オプション取引者が成功できる世界ではない⁽³⁾）。具体的には、通貨当局と「6次の隔たり」以内で繋がる有力で富裕なマネジャーだけに可能な世界の投機である。超富裕層における人脈では、単なるアクセス可能性だけではなく、その影響力が重視される。つまり、人脈を通して何かが生まれる（あるいは何かが得られる）ということが重要である。一般に超富裕層は、多くの影響力のある人々に伝手がある。「6次の隔たり」とは、まさにこのことである。米国国外で作成された超富裕家族一族の人脈図によると、その一族は3次の隔たり以下で地元の政治家や実業家の91.3%、ワシントンの政治家の61.1%と接することができる。ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ等の、通常の運用に係わる情報網には掛かってこない投資機会を探る時、個人的人脈や専門家の人脈が、主たる重要な役割を果たす⁽⁴⁾。

さて、自己実現をさらに後押しする契機が「同調」である。これは、集団において、あるメンバーの意見や判断がその他のメンバーと異なる時、多数の意見や判断に合致するように自らの考えを変化させる心理的性向を指し⁽⁵⁾、特に、不確実で曖昧な、しかも競争状態で不安とストレスが渦巻く株式市場の世界が、偏りを帯びた同調への動機を助長し易い。

同調の過程の中でも重要となるのは、多数決原理でキャピタル・ゲインを得るゲームで、相場の転換点を超える過程である。株価は同調の感染とともに動き出し、株価が動いたという事

実が同調によって広がった相場観の正しさを証明するものとして解釈される。この時重要なことはリスク判断が極端に甘くても必ずしも物理的な世界からの報復を受けないという現実で、むしろ短期的に上げ相場に傾斜した時にはキャピタル・ゲインを得ることができる。こうして報酬をもたらすことになる一連の過程は、学習によって強化され、信頼性の高い事態に応じてとるべき既定の行為ルールの束として定着していく。George Sorosは、市場を評して「予測は予測を生み、優勢なバイアスは自らを正当化して、相場の方向を形成する」⁽⁶⁾と語った。端的なこの一節の意味は明らかである。情報交換という行為は、本来一般に、正しい理解や状況判断をもたらすものと期待される。しかし、情報を相互にやりとりするコミュニケーションには、当然のこととして、情報の送り手の意図と受け手の解釈に伴う先に見たような認知的作用が働く。株式市場という特異な情報環境は「見たいものしか見ない」という認知態度を、キャピタル・ゲインによって正当化する世界である。そうした環境で投機家同士が行う「信頼ある」コミュニケーションの背景には、自分が信じる相場観を他の参加者と分かち合い、それを受け入れてもらうことによって、自らの相場観を他者に支えてもらいたいという動機がある。不確実性下の競争状態で苛まれる投機家は、コミュニケーションによって不安やストレスの一時的な低減を図っているわけである。さらにコミュニケーションは、今し方述べたように、自分自身の相場観が多数派になりうるかどうかを確認する行為でもある。またコミュニケーションを通じて同調が広がれば、思惑どおり相場の動意を誘うことになり、目的の自己実現を期待できる。株式市場がコミュニケーションを活性化しやすい環境にあるのはまさにそのためである⁽⁷⁾。こうして投機家相互間のコミュニケーションで創り上げられた情報は、相場そのものの上昇を肯定または否定するファンダメンタルズという客観的な証拠による「論証の重み」とは別の、時に物理的

な現実を曲げて意図的に強引に解釈された内容を持ち、かつ間主観的な性質を持つ。

こうして、情報解釈が間主観的に一方向に伝達されるその広がり大きさゆえに、例えば上げ相場が実現したという事実そのものが、新しい知識となって当該情報解釈の「論証の重み」を増やし、その客観性を高める結果を招く。投機にとって、最早情報の真偽の判別が無効となる所以である。そこでは間主観的な情報のやり取りに基づく上げ相場での模倣慣行が、蓋然性の基礎をなす確たる知識が本来乏しくとも、上げ相場そのものの「上がるから上がるであろう」という一箇の自己実現的な事実を支えられた特殊な「論証の重み」が増すことで、不確実性の多少とも軽減した投機家同士のキャピタル・ゲインの獲得競争として継続する。厄介なのは、そこでの慣行を支える確信が、慣行的判断から主体が離れるモーメントを無効にしてしまうことである⁽⁸⁾。上げ相場を目の当たりにし続ける投機家群は、強気筋を挫くファンダメンタルズが多少とも表面化したとしても認知的不協和が生む不快感を軽減すべく心理的努力が図られ、上げ基調に沿った認知的な一貫性を求める結果、市場全体が既に物理的な世界の複雑な状況の正しい判断を阻むからである。特に相場というレンズには特定の事象について、相場が反応する上下いずれかの方向に極端に引き伸ばす歪みがある。科学的で客観的な分析であっても、このレンズの屈折を免れることはできない。市場で高く評価されるエコノミストや証券アナリストが現実を冷徹に見つめて物理的な世界の真実を発見する能力を持つとは限らない。断片的な情報を繋ぎ合わせ、多くの人々が直観的に受け入れる事態の推移を提示して見せる能力、既に思惑で相場を張っている多くの投機家が欲している情報を的確に見出す能力こそが、最大の評価を得る。相場の過程でわれわれが重視する世界は、客観的な世界ではなく、あくまで相場そのものによって認知された「真実」であり、心理学でFestingerが言うソーシャル・リアリティー (social reality: 社会的現実)⁽⁹⁾、

ここで対象の投機に即して言うなら、相場世界に特有の仮想現実感である⁽¹⁰⁾。この世界では、相場が一つの方向に動いている時、投機家の情報認知は偏向を帯び、その欲する情報は、相場の流れを支持するものへと偏っていく⁽¹¹⁾。

それゆえ、間主観的な蓋然性関係あるいは間主観的な慣行は、推理的な確信が収束すべき値を採らないとしてもなお意義を持つと考えられる。伊藤氏は、間主観確率の合意に向けた収束の形式を問う⁽¹²⁾が、それは本来合意として収束しなければならない性質のものでは決してない。例えば上げ相場時の株価はそれに伴って何らかの値に収束するのではなく、何時とも知れないバブル崩壊に至るまで偏向して急激に上昇していく場合が多い。当て所ない崩壊の時期まで偏向する相場の動きを収束とは呼べないであろう。だが、そこでの間主観的な慣行の根拠は、第2章(a)で既に見たCarabelliの指摘にあるように、それが「確信を抱くための根拠」である以上、「必ず合理的である」。

但し知識に基づかない慣行は、QIEでケインズが指摘したような脆さが常につきまとう。

(b) 脆ささえ伴わない制度的存在に裏打ちされた間主観蓋然性——慣行の耐性——

ところが、この脆ささえ伴わない諸制度の存在に裏打ちされた間主観蓋然性がある⁽¹³⁾。ここに制度による客観的な蓋然性とは以下の通りである。

「Keynesは、あらゆる人間の知識は諸個人によって知られ、それゆえにその知識は、諸個人の持つ事実に関する知識と論理的諸関係の認識に対して相対的であるという意味で主観的であると主張する。しかしながら、彼は、諸個人の間には「共通の知と動機の性向」⁽¹⁴⁾の存在に基づく客観的な側面がある、と主張した。Keynesにとって、この共通の性向は、われわれの心のあり方と、彼が客観的な論理的関係として認識していた蓋然性の領域への直観を通じた接近、その両方に端を発するものであった。人々の間には共通の性向があるが、その共通性が一部に

は自然淘汰から生じる一方、…人間の制度がその共通の性向を構成する…とKeynesが考えていたことは正しいと私は主張したい」⁽¹⁵⁾とMatthew C. Wilsonは述べる。「むしろ、社会的に埋め込まれた思考や行動の慣習として理解される制度の場合には、間主観的合意は非常に広範なもので、それ自体、諸個人（個人的に捕捉される事柄）とは独立に存在する客観的な事柄である。それゆえ、社会的な蓋然性の客観的な特質は、論理的関係の分離した領域にではなく、（慣行を含む）制度の世界に据え置かれている」⁽¹⁶⁾。「制度が社会的な蓋然性の構成要素である時、それら蓋然性は諸個人の認識とは独立に存在する（個人的に認識されるのではなく、集合的に認識される）。この概念は、思いつきや気紛れではない客観的側面を持った蓋然性に関するKeynesによる強調と結び合っている。しかしながら、それは、蓋然性の客観的な側面を、プラトニックな（理想上の）構成要素の領域におけるよりも、創発特性（emergent properties）⁽¹⁷⁾を持つものとして理解される制度の世界に位置付ける点において、Keynesの理論とは異なる。これは、制度がプラトニックな（理想上の）構成要素とある種の「相互関係」を有することを否定するものではない。むしろ、制度によって構成される社会的な蓋然性は、個人的な思いつきや気紛れから独立して、この世の中において「離れた場所」にではあるが〔プラトニックな構成要素と関連して〕実際に確かに存在する、というのが私の主張である。しかしながら、制度化された蓋然性のこの概念は「客観主義者」による記述のある側面にはフィットするが、他の側面においては、蓋然性の諸理論を分類するために使用される標準的範疇に容易にフィットすることがない。例えば、蓋然性の諸理論は、(1)それらが蓋然性を（社会的現実性を含む）物質的世界に本来的に存在するものと見做すか否か、また (2)それらは蓋然性を客観的あるいは主観的のいずれと見做すのか、についてグループ化すべきであると、時に主張される⁽¹⁸⁾。だが、制度化された蓋然性は、（心性あるいは

根深い思考や活動の習慣の形態において）あらゆる諸個人の知識と独立に、物質的な現実として存在する一方、それらは、明らかに集合知（knowledge considered collectively）と独立に存在するものではない。同様に、蓋然的判断は主観的かもしれないが、個別的な主観性が社会的制度を自己のものとして取り込んでいる限りにおいては、諸個人は、共通の知的で自由な構成要素を有し、またそうした制度やそれに応じた行動によって再生産され（あるいは転形され）る制度は客観的特質を持つ」⁽¹⁹⁾。

さて、合理主義的論理重視の形式よりは、むしろ文化や慣習を重視する点では以上の制度論⁽²⁰⁾にも一脈通じる、アナロジー重視の日常的感觉による認識の読み替えという後期Keynesの方法論⁽²¹⁾によって語るなら、例えば合衆国の一極支配から多極化（もしくはGゼロ）へ移行し、欧米の世界への影響力が顕著に落ちる深層でのファンダメンタルズから乖離しているという意味では、もはや根柢に乏しい、危うささえ伴う、所謂高原景気状態下の株式相場の安定が継続し、あるいは、同じ現状下、バブル崩壊の後しばらく経って再度安定状態に戻る今の合衆国内の株式相場の状況は、慣行の耐性とでもいうべき現実を示しているとさえ言えよう。

再度現状に即して具体例を挙げると、2014年1月現在合衆国の失業率は7%水準まで低下してきており、量的金融緩和政策の打ち止めと政策金利の引き上げを伴う出口政策が模索される所以であるが、それも実は表面上の動きに過ぎず、経済・政情の不安定性は嘗てない程に高まっている。「アジア回帰」戦略⁽²²⁾を背景に、環太平洋の覇権を中国と争うべく新たに環太平洋戦略的経済連携協定（Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement: TPP）の強引な締結姿勢をあらわにし、また荒れる中東での覇権回復に躍起になる合衆国Obama大統領の姿にもそれは見て取れよう。株式相場などは、そうした不透明な状況、即ち、情報が無い、あるいは不確実性下の慣行の耐性の結果に

過ぎないとはいえまいか。むろん、第2章(a)におけるCarabelliの指摘で見たように、慣行が時間的に不意にまた突然に変化することは、その本質の脆さからして当然ではある。しかし半面、これも第2章(a)におけるCarabelliの指摘で見た慣行に関する第2の見解の通り、「それがしばらくの間有効であろうと信じるための何らかの根拠」⁽²³⁾を持てる場合には安定しさえすると解釈することもできよう⁽²⁴⁾。むろんそれは、上のケースでは合衆国の国際政治・経済上の不確実性下の謂わば負の慣行である。

(c) 不確実性と慣行——期待の概念としての資本の限界効率と企業価値評価の共約可能性——

本章(a)節で見たような、短期的に、物理的な正しさに逆行するポジションを取ろうとする投資家を、Keynesは次のように冷静に評価している。

「…實際上最も多く批判の対象とされているのは、公共の利益を最も増進させるはずの長期投資家であって、投資資金が委員会や評議員会や銀行によって管理される場合にはつねにそうである。何故なら、普通の意見を持つ人々の眼に、彼が常軌を逸し、型破りで、無謀に映るのは、彼の行動の本質からみて当然だからである。彼が成功した場合には、それは彼の無謀さについての一般の確信が正しいことを証明するに過ぎないし、他方、きわめてありがちなことだが、彼が短期的に不成功な場合には、彼は容赦なく批判されるであろう。世俗的知恵が教えるところによれば、世間の評判を得るためには、慣行に従わないで成功するよりも慣行に従って失敗した方がよい…」⁽²⁵⁾。

こうして、企業業容を離れた銘柄選択・評価ではあっても、「もし各人が集団の他のメンバーが慣行に従うと期待する場合、慣行に従うことが主体各人自身の利益になる」というRundeの条件が続くと市場参加者が予想する限り、それ

は続くことになる。そして、良好な一連のファンダメンタルズの支えがある場合に模倣慣行によって生じる株価バブルは⁽²⁶⁾、1990年代の合衆国のように、社会・経済の構造的要因、ニュース・メディア等の文化的要因、株式市場における心理的要因⁽²⁷⁾、これら全ての実体経済との間にフィードバック効果を生み出す⁽²⁸⁾。George A. AkerlofとRobert J. Shillerは、株式相場自体の上方フィードバック効果や住宅・株式の価格上昇がもたらす資産効果等を総称して投機市場の安心乗数と呼ぶ⁽²⁹⁾が、それらは相俟って、「不安を抑え込みながら信用をつなぎ止めよう」⁽³⁰⁾として資産価格を膨張させる。株価とは標準的な理論では、取得原価の積み上げや時価評価と乖離した収益還元価値であり、これで企業の価値を測る方法が一般的である。しかし、収益が損なわれる確率的なリスクという金銭的に交換可能な価値や統一の尺度で評価することを可能とする「共約可能(commensurable)」性は認識論的に企業価値の評価の基準には本来なりえないとして、中野氏はその企業価値推定法に根本的な疑問を投げ掛けている⁽³¹⁾。先の資産価格の膨張が生じるのは、中野氏の言う「共約可能性」が存在しない何よりの証拠であろう。但し、視野を少しく広げると、Rudolf Hilferding等のMarx派にしても、収益がまさに利子に相当すべく、これを支配的利子率で割り引く元本価値計算が擬制資本価値の算出法として立ち現れる現象を前に、先の収益還元価値の算出様式と同じ形を採るのであり、それはドイツにおける企業評価論の一支柱でもある⁽³²⁾。Keynesの場合、資産価値計算を目的とせず、資本資産の供給価格を与件とし、期待収益 Q_i (i は資本資産の存続期間)の流列の現在価値総和をこれと等しからしめる割引率としてのMECを求めてその大きさを複数投資案件を序列化する。しかしKeynesがこの定式で、われわれに伝えたかったことは、 Q_i の推定が実に困難であり、それゆえ、これを与件として算出されるMECが自ずと不安定であり、それのみによって投資を決意することは企業家にとって容易ではな

いという現実であったに違いない⁽³³⁾。企業家が投資決定を行うには、単純に将来に互る予想収益を頭の中で恣意的に推定するではなく、将来における技術革新の可能性、貨幣価値の変動等、数多くの要因を考慮しなければならないが、個々の要因が予想収益に対し一定の強度で作用する保証は何もない。しかも、たとえ因果関係の連鎖を過去に遡って究極的な独立変数となるべき原子的な諸要因 (atomic factors) を抜き出し、要因相互間の作用を網羅的に体系化する一義的な関数を定式化したとしても、企業の投資決定に合理性を付与することにはならない⁽³⁴⁾。選ばれた要因は時間的に固定的ではないからである。もしそうであるなら、たとえ生起する要因が観念的には捉えられていても、その将来に互る変化の予想は企業家によって様々であるから、従って予想収益は各企業家において様々な値を取ることになる。それゆえ仮に資本資産の供給価格や利率を経常的現象と見做して一定とすることが許される場合でも、MECは経験的に確立しようとしても、著しく不安定になることは避け難いことになる。

しかもその不安定さは近代資本市場の特質によって一段と増幅されている。「組織された近代資本市場の発達」につれて、「既存の同種企業を買い取るより大きな費用で新企業を起こすことは無意味」となり、他方「もし株式取引所において新計画の株式を売却し、即時的利益を得ることができるなら、その計画に莫大と思われるような金額を支出する誘因も存在する」から、投資率は企業家の期待よりはむしろ、株式市場価格に現れる投資家の「平均的期待」によってはるかに大きな影響を受けている。しかもここに言う「平均的期待」とは、企業の長期収益力に関して抱かれる数多くの投資家毎の期待値の総計が左右対称な分布を描くものとして、その平均が企業評価値に具体化するといった統計値ではない。株価は、各種銘柄を代替的投資対象と見做し、それらの売買からどれだけ差益を得ることができるかに主たる関心を寄せる、特に他の投資家の悲観・楽観の投機心理を

巧みに誘導するKeynesの言う職業的投資家によって大きく左右される。その期待は、企業家の期待とは明らかに異質で、企業の長期的収益力の予測を直截反映すべきものでもなければ、社会的に望ましい生産に企業者が着手するよう導くものでもなく、偏に株価の騰落そのものに係わるものである。それにも拘わらず、投機家の期待が左右する当該企業株式に対する市場の需給動向が、そこで決定する株価の大きさを通じて資金供給量の多寡を決めることによって、時価発行の資金調達コストを直接左右し、あるいは景況感を反映した株式相場全体の推移が、企業家の将来収益の予想を絶えず修正することになる⁽³⁵⁾。それゆえ、予想収益の系列値 Q_t によって左右されるMECは、その不安定さを一段と増幅されざるをえない。こうしてMECを巡るKeynesの考えを辿ってくるならば、この概念が何かある一定の経験値をとって表示しうるものではないことが分かる。MECが総投資率の増大に対して右下がりの曲線となるのは、論理的には将来のある一定期間に互る収益系列値の漸次的低下が、投資決意時点に立つ企業家によって即時的に予想されるためと考えられるが、しかしその背景には、競争条件を左右する参入障壁の高さ・技術革新の可能性・利率や為替相場の変動等が、そしてこれら要因に対する企業家の様々な期待があり、しかもそれら企業家の期待は、さらに資本市場における投機家の異質の期待によって絶えず修正を被るものである。KeynesがMECを期待の概念として捉えるのはまさにこのような意味においてに他ならない。もしそうであるなら、MECの形式的な定式化に固執し、あるいは不確実性をリスクに無理矢理還元して企業評価値の共約可能性を担保しようとする立場では、先に指摘した一切の、投資をしてまさに投資たらしめている複雑な要因が完全に見失われてしまうことになる。第2章(d)において、MECの論証の重みが低い点に言及したのは、以上のような、その決定要因が数え切れないという意味では無数であり、しかも、

MECを押し上げるか（有利に働く証拠か）、逆に下げるか（不利に働く証拠か）について、何一つとして確かな事が言えない、という不確定性に拠る。また、今し方見たMECの不安定さを増幅させる近代投資市場の特質の故にこそ Keynesは、投資慣行に触れ、その不安定さを強める諸要因を論じ、特にその4番目で、他者に「先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測」し、投資「市場が群集心理の影響の下でそれをどれだけに評価するか」⁽³⁶⁾に関心をシフトさせる玄人筋の発想に注目し、その「期待」の市場での相互間の読み合い、言い換えれば株価を決める期待相互間の鏡面性を美人投票論で喩える比喩に辿りつき、それが意味する論理を重視したのである。

鈴木氏は、Keynesのこの株価決定論の経緯について、「不確実性」と「慣行」とは、既に筆者も引用した水原氏による「論証の重み」が低い状況と慣習の行動の間に密接な結び付きがある」という指摘とも重なり、「対になる性格のもの」で、「不安」と「慣行」とを対のものとして考えたことから「美人投票論」は生まれた」と指摘する。これは先に筆者が述べた慣行とその不安定性を論じる諸要因に関する箇所と相応する。鈴木氏の指摘は、傾聴に値する見解である⁽³⁷⁾。

（d）株価バブルの崩壊——相場とファンダメンタルズを巡る虚実の逆転——

株価については、ひとつには以上のような期待収益系列に依存する値とする理解があるが、もう一つには、流動性効用を要因とする部分からなるとする解釈がある。それによれば、流動性選好だけを満足させる点で効用が飽和しない唯一の資産である貨幣の、その効用部分が膨張していく過程こそ株価バブルである⁽³⁸⁾。それゆえ、バブルは、買いのRundeの条件が満たされる限り、膨張し続けることになるが、いつかはファンダメンタルズの状況を反映した実感とはかけ離れた水準に及ぶ。その膨張は永遠には続かない。無限大まで株価が膨れ上がると

考えることは馬鹿げている。どの投機家も、次の買い手が買った価格より少しでも高い価格で買ってくれる確率が例えば80%であることを知っていれば、株価が早晚ゼロになることに気付くからである⁽³⁹⁾。むしろ市場参加者全員がこの論理を念頭に置いて投資をしているわけではない。その多くの実体は、熱狂的株式投資で他に先んじて模倣慣行に乗って一儲けしようとする競争心理であり、企業者の実物投資に賭けるKeynesによる心理描写、「血気（animal spirits）」⁽⁴⁰⁾に近い。もしそうであれば、模倣慣行もKeynesの『一般理論』、第12章で初めて触れた「慣行」と同様、これまで述べてきたように、理論的に種々の合理性を説くことはできるとはいうものの、現実の市場における投資家がそれら合理性を投資判断で一々確認した結果ではないので、相場の盛り上がりがファンダメンタルズの実態をはるかに超えてしまったことが明らかに実感されるまで相場が至った場合、頂点に達するのは何時かという恐怖心は市場全域に一気に伝染し始めることになる。従って、後で振り返ってみれば実のところファンダメンタルズとは全く無関係な「事件」にさえ端を発し、一挙に相場が崩壊する危険を市場は内包している。Shillerによれば、1987年10月19日に起こった史上最大規模の株価大暴落もそうであった。その要因に関する、同日夕方の調査の対象となった機関投資家及び個人投資家の回答のトップにきたのは、基礎的条件に関する事象ではなく、リストに付け加えられた2つの事項、「月曜朝の寄付きでダウ平均が200ポイント下がったこと」および、「10月14、15、16日に起きた下落」であった⁽⁴¹⁾。それゆえ、模倣慣行はバブル相場の終局をも特徴付けるパターンであることが分かる。

その経緯は兎も角、株価バブルは、いわば「虚」（相場そのものの活況の行き過ぎ）に代わって「実」（ファンダメンタルズ）の世界が逆転・表出して、崩壊する運命にある。

以上から、期待の自己実現の契機が同調であり、期待の自己実現の具体化が模倣慣行を合理

化し、機関投資家から一般投資家に到るまで強力に買いに引き込んで、アヤからラリー、次いで、さらに株価上昇率の高い大ラリーを経て、遂にはブーム・バブルに至るということ、物理的な「論証の重み」ではなく、相場の盛り上がりそのもので「論証の重み」が増す結果、ファンダメンタルズとの関連をはるかに超えてバブルが膨らみ、本来根拠を離れた投機の高揚に支えられた資産バブルは、それゆえに、崩壊することが分かる。これも少しく遡行するが、1989年秋の「ベルリンの壁」崩壊に続く東西ドイツの統一へと向かう劇的な過程で、ファンダメン

タルズの悪化を待たずに1990年初頭突如下落した日本の株式相場の崩壊もまたそうであった⁽⁴²⁾し、近年では、2008年のグローバル金融恐慌の発端になった前年2月28日の「上海発世界株安」⁽⁴³⁾もまた同様であった。

むろん、相場のアヤからバブル崩壊に到る過程は、5年なり8年なりの長期に亙るもので、現実の波動は、事後的に見れば大きな流れに逆らって、断続的に反転修正に転じて揺れる場合等を含む複雑なものとなろう。

《未完》

186号正誤表	誤	正
27 (215) 頁, 右段上から11～12行目	投資銀行の投資顧問 (インベストメント・アドバイザー)	投資銀行部門の投資アドバイザー担当者
29 (217) 頁, 右段下から7行目	必定である。	必定であることである。
38 (226) 頁, 左段下から1行目～右段2行	出現することはなく ⁽⁴¹⁾	いくことになる ⁽⁴¹⁾
38 (226) 頁, 右段下から15行目	アヤ戻しを恐れつつ	アヤ押しを恐れつつ
41 (229) 頁, 右段下から3行目	邦訳, 90頁。	邦訳, 88～90頁。