

《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— (下)

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

TSUNEHIKO 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

《以上前々号掲載》

- (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章本文迄前号掲載、以下本号掲載》

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と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4章注)

(1) 田中, 135頁。

(2) Frank Partnoy (2003), *op.cit.*, p.22.

(3) *Ibid.*, p.16.

(4) Russ Alan Prince and Hannah Shaw Grove (2004), *Inside the Family Office: Managing the Fortunes of the Exceptionally Wealthy*, Wealth Management Press. [野村証券ファミリーオフィス研究会訳 (2008) 『ファミリーオフィス：富裕層向け財産管理の新潮流』東洋経済新報社, 50頁] 原典は、自費出版ないしは協会内部の配布書であり、市場で流通していないため、参照は適わなかった。

調査対象となったファミリー・オフィスの4分の3が過去2年間で通常では入手できないような投資商品購入の機会を得たと答えているという。多くの財産と人脈を持つ特定の一族のみを顧客とするシングル・ファミリー・オフィス、及び、複数の一族が顧客であるが、全資産の少なくとも30%以上を、「コア」となる一族が保有するマルチ・ファミリー・オフィスが、このような機会を得る可能性が比較的高い。こうしたファミリー・オフィスがどのデータ・ベースにも名前が上ら

なかったり、通常は拋出を断っているものの優れた実績を上げたりしているヘッジ・ファンドのようなオルタナティブ（代替）投資に手を出せることは特に不自然なことではない。これは人脈があるからこそ可能なのである。但し、必ずしも人脈だけの問題ではないということにも留意が必要である。オルタナティブ投資の規模や、解約禁止（ロックアップ）期間の制約があるため十分な資金力があるファミリー・オフィスでないとその投資機会をうまく活用できる数少ない投資家になりえない場合もあるからである。一族の財産を集約することでファミリー・オフィスは機関投資家並の影響を持つ（同上, 42, 96頁）。

(5) 田中, 119頁。

(6) Cf. George Soros (1987), *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, Simon and Schuster, p.74. [深谷淳一訳 (1988) 『相場の心を読む』講談社, 94-95頁。原典の当該箇所は邦訳は、「予想は予想を生み、優勢なバイアスはいくらでもみずからを正当化することができる」、である。本文では、田中氏の意訳を用いた。

(7) 田中, 135-136頁。

- (8) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute," in John B. Davis ed., *op.cit.*, p.249.
- (9) Leon Festinger (1957), *op.cit.*, p.27. [邦訳, 27頁]
- (10) 田中, 137-138頁。
- (11) 同上, 143頁。
- (12) 伊藤邦武 (1999) 『ケインズの哲学』岩波書店, 168頁。
- (13) Matthew C. Wilson (2007), "Uncertainty and Probability in Institutional Economics," *Journal of Economic Issues*, Vol. XLI, No. 4, December, pp.1087-1107, esp.pp.1098-1103 (Instituted Probabilities).
- (14) John B. Davis (1991), "Keynes's View of Economics as a Moral Science," in Bradley W. Bateman and John B. Davis eds., *op.cit.*, p.98.
- (15) Matthew C. Wilson (2007), "Uncertainty and Probability in Institutional Economics," *op.cit.*, p.1088.
- (16) *Ibid.*, pp.1101-1102.
- (17) 「創発」とは、ある組織において、構成要素同士のローカルな相互作用（下位の階層）から、それらの単純な総和を超えたグローバルな機能や性質（上位の階層）が自然発生する現象を指す。「要素間の相互作用から生み出された、要素に還元できない集合的特性のことをいう。「全体は部分の総和以上のものである」とする有機体論・システム論を特徴づける要因でもある。創発性の概念はすでにルイス、G.H.によって1875年に使用され、その後、モーガン、C.L.の『創発的進化』によりその社会的関心が高まった。デュルケーム、É.の「社会的事実」はその代表例である。すなわち、個人の外部にあって個人を拘束し、個人の力によっては変えることのできないもの——たとえば社会連帯や規範など——が創発特性の特徴である。創発特性の問題点は、それが生み出される過程が明確にできていないことである」（大澤真幸・吉見俊哉・鷲田清一編集委員・見田宗介編集顧問 (2012) 『現代社会学事典』弘文堂, 816頁, 今田高俊「創発特性」)。創発的システムの特徴を最もよく表す典型例は、神経細胞同士の相互作用から情報処理機能や意識が発生する脳神経システムである。下位階層からボトムアップ式に構造や秩序が生じる現象として、「非平衡開放系」における「自己集合」や「自己組織化」がよく知られているが、そこから生物システムの自律的振舞いを志向する方向にさらに一歩進んだパラダイムとして提唱されたのが「複雑系」であり、その中核概念となるのが「創発性」である。前者の現象は、あくまでモノのレベルに留まるのに対し、後者においては、モノのレベルには存在していない目的や意味といった抽象概念を伴った、コトのレベルにおける機能や性質が発生するという違いがある。さらに、「創発的システム」では、下位階層からボトムアップ式に生じた上位階層が、再び下位階層の振舞いをトップダウン式に規定するという、下位・上位階層間の関係性が双方向的にループし続ける体制がとられ、このことにより、システムはより合理的な方向へとダイナミックに進歩・発展していく。「創発性」は、極めて適用範囲の広い概念である。生物システムにおける創発的機能の例としては、脳の情報処理のみならず、粘菌やバクテリア等の原始的生物が示す最適化能力や、アリやハチ等の社会性昆虫が示す集団的知性といった、トップダウン式制御機構を持たないシステムの実現する合理的な振舞いが挙げられる事が多い。また人工システムにおける例として、インターネット等の情報処理システム、さらには、企業組織、民主主義的体制等の社会システムに関する議論も多く、「創発」は現代社会を読み解くキーワードとして、様々な場面で使用される機会が増えてきている（基幹研究所 理研-HYU 連携センター 揺律キーワード「創発 (emergence) とは？」(<http://yoritsu.jp/keywords/archives/entry-21.html> (2015/2/19)))。第3章(b)の記載内容でも分かるように、「創発」の先の定義は、Keynesの有機的統一体に相通じるものがある。
- (18) 例えば、Ian Hacking (2006), *The Emergence of Probability: A Philosophical Study of Early Ideas about Probability, Induction and Statistical Inference* (Second Edition), Cambridge University Press [広田すみれ・森元良太訳 (2013) 『確率の出現』慶應義塾大学出版会]; Bradley W. Bateman (1987), "Keynes's Changing Conception of Probability," *Economics and Philosophy*, Vol.3, No.1, pp.97-120; Tony Lawson (1988), "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.11, No.1, pp.38-65. For this literature review, cf. Matthew C. Wilson (2007), "Uncertainty and Probability in Institutional Economics," *op.cit.*, p.1102. 括弧 [] 内は筆者。
- 次表（図表1. 不確実性と蓋然性をめぐる概念図）は、Tony Lawsonによる不確実性と蓋然性を経緯とする一覧、Tony Lawson (1988), "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *op.cit.*, p.48, 表1. 「経済分析における蓋然性と不確実性に関するよく知られた評価に関する最初の図式的分類」に加え、同論文を読んで得た理解、その他を基に作成した一覧表である。これに関し、特に留意すべき点は次の2点であろう。
- 第1に、一覧に見られるように、Lawsonの蓋然性と不確実性の観点から見た分類では、客観主義・主観主義よりは、むしろ、蓋然性の可測性・不可測

性に区分のウエートが置かれていることである。

第2に、「Keynesの殊に初期の著作において、彼が先験的な判断力という重要な力を個人に帰している、ということは真実である」(Ibid., p.56)が、認識論として、まず先験ありきは、何ら問題ではなく、Lawsonの指摘通り、「そうした先験的な思

考が、現実の世界の経験との継続的な相互関係を通じて一定の改善と修正を受けるべく常に開放されていたと考えられるということがKeynesにおいて明らかである」(Ibid., p.56) 点こそ重要である。

図表 1. 不確実性と蓋然性をめぐる概念図

<p>蓋然性 不確実性</p>	<p>蓋然性は、知識の特性あるいは確信である</p>	<p>確率論に関する限り、二元論（主観・客観）よりはGillies (Donald Gillies (2000), <i>Philosophical Theories of Probability</i>, Routledge, esp. ch.8,9) の採るような多元主義の方が適切であろう。Ian Hackingも同様の説を採る (Ian Hacking (2006), <i>op.cit.</i>, p.xiv. [邦訳, 320頁])。</p>	<p>蓋然性は、物理的な外的現実の特性としての知識の客体でもある</p>
<p>不確実性は、数値的に測定可能な蓋然性に対応する</p>	<p>主観主義者 (例えば, Savage, Friedman) : 「主観主義者は、…自身の見解が最終的な権限を有し、そして、いかなるものであっても、何らかのクラスに関する何らかのデータについて考察し、あるいはこれを無視することも自由である、と自己了解している」(R. Weatherford (1982), <i>Philosophical Foundations of Probability Theory</i>, London: Routledge of Kegan Paul, p.226)。「蓋然性は、厳然たる事実として世界に存在するものではなく、人間の推論の領域にのみ存在する」(B.de Finetti (1985), "Cambridge Probability Theorists," <i>Manchester School of Economic and Social Studies</i>, Vol.53, Iss.4, p.351) For this literature review, Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," <i>op.cit.</i>, p.41. 事実 L. J. Savage (1962), <i>The Foundation of Statistical Inference</i>. London: Methuen and Co. Ltd., p.14 (For this literature review, Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," <i>op.cit.</i>, p.41) は、「根拠のしっかりした、有意義もしくは実際に役立つものでない知識における如何なる客観性をも否定しているように見える」(Ibid., pp.41-42)。</p>	<p>母数を固有の分布を持つ確率変数と見做す: Bayesian (Ibid., p.41)。</p> <p>Lucasは、「確率分布とパラメーターは学んで知られ、また究極的には既知である」という主張を持つ点で、Friedmanのような主観主義者とは距離を置く」(Ibid., p.44, footnote 2)。</p> <p>⇔ (注)</p> <p>論理実証主義 : ここでのアプローチに関して言うなら、仮定の現実妥当性は問題ではなく、帰結命題の検証可能性 (verifiability) が重要であるという方法論的見地である: 「KlamerがBeckerの「厳密な」家計に関するモデル構築をLucasが好むか否かを聞かれた時、彼は、自身にとって、理論そのものが実にもっともらしくない場合でさえ、重要なのは理論の実証である旨を明らかにしている」(A., Klamer, ed., <i>The New Classical Macroeconomics: Conversations with New Classical Economists and Their Opponents</i>, Brighton: Whertsheaf Books Ltd., 1984, p.48) For this literature review, Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," <i>op.cit.</i>, p.41. 下線はLawson) : 筆者が嘗て批判を試みた、Modigliani-Millerの理論の場合にもそうであったが、推測統計学的手法を使った計量経済学の手続きを逐一追って行くと、究極的には、対象データの時間的・空間的な非同質性という障壁にこの方法論的見地は立ち塞がれていることが分かる。</p>	<p>合理的期待形成理論の支持者 (例えば, Muth, Lucas) : 結合確率分布の形態を採る外的実在性を少なくとも一見したところ仮定する現在のところ幅広く支持されている観点は、合理的期待仮説と関連した観点である。それに拠れば、主体の知識は主観的な確率分布の形態を採るが、他方、学び、かつ予測される存在である根底にある事実、客観的な、あるいは「真の」確率分布として記述され、また理解されるべきである (Ibid., p.45) : 「不確実性のケースにおいては経済的判断力には何の価値もない」と述べる時、彼は、主体にとって仮定された主観的確率分布を形成することが困難であると考えているわけではない。その叙述は単に、経済学者が合理的期待のアプローチを使って、何らかの仮定された主体の主観的確率分布を修正する基礎が基づくような再帰事象が明らかに全くないということを意味しているにすぎない (Ibid., p.59)。</p>

非エルゴディックな非経常的な過程 (十分長い期間の後に、一つの体系が初めの状態と殆ど同じ状態に戻る条件にない過程) は不確実性と結び付けることができ、それは、数値的に測定することのできない蓋然性のひとつとしてのみ特徴付けることができる (Cf. *ibid.*, p.51)。



不確実性は、数値的に測定不可能な蓋然性の状況に対応する

Keynes：蓋然性は、実際の物理的世界の特性ではなく、世界に関するわれわれの考え方の特徴である。しかしながら、それは、人間にとって合理的であると把握される確信の度合いが、入手されている証拠を与件として、固定されているケースであり、その意味で客観的なケースである (Ibid., p.42)。「…われわれの蓋然性は個人の主観的な確信に、あるいは経験主義的な心理的慣習に還元されるものではなく、彼のRamseyへの譲歩は極めて限定されている」。なぜならKeynesは、「われわれの実際の限定された、しかし意義のある、近い将来に関する知識に積極的な役割をもたせ、遠い将来に関する無知による麻痺は無視しようとした」が、それは、「彼にとって、個人が合理的判断を形成するための可能性が存在し、それが限定された知識という条件下の彼らの行動を導く」もので、「合理的な期待は、行動の抽象的な規則にも、また数学的な計算にも基礎を持たず、彼の意味で先験的な蓋然性、即ち、論理的な、蓋然性に基礎をもつ」からである (Anna M. Carabelli (2003), "Economics as a Branch of Probable Logic," *op.cit.*, 224-225)。

：このように、「…蓋然性関係は決して人間の気紛れの問題ではないけれども、手にしている証拠が特定の知識の度合いを支持する場合でさえ、時々、個人は関連のある合理的な確信の度合いを決定するために要する水準の技術を所持しない場合もあるかも知れない。こうした状況下では、問題の蓋然性関係は未知であるということも適切にもいうことができるであろう」(Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *op.cit.*, p.43)。「…蓋然性が未知であるということがどんな意味であるのかを明確にしておかなければならない。それは、与えられた証拠からでは論証する力量に欠けるために未知ということなのか、あるいは証拠がないために未知ということなのか。最初の場合なら、初めの証拠についての知識をさらに増やさなくとも、新たな証拠が新たな蓋然性を与えてくれるであろうから、それはそれでまだ許容できる。つまり、与えられた証拠によってはある言明の蓋然性を見出せず、全く別の証拠との関係でその蓋然性を決定するわけである。われわれとしては、2番目の意味から、未知の蓋然性に関する理論がもっともらしく振る舞うことを許してはならない」("JMK", VIII, p.33 [邦訳, 35頁])。

⇔ (注)

相互作用主義的現実主義 (Interactionist realism, Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *op.cit.*, pp.54-57)：外観は本質的に現実に関連し、他方、思考、判断力及び解釈は現実に係わる知識を得る原動力であるような相互作用主義的現実主義 (Interactionist realism)：相互作用主義的な見解においては、知識は、外部の物理的あるいは社会的な現実と異なるが、それらから完全に切り離されているわけではない (Ibid., p.61)。[「…社会科学においては19世紀の自然科学の影響を受けて、客観的因果関係を追求する方法が主流になってきている。しかしこれからの社会科学は、むしろ人間という観測主体の存在も考慮に入れた判断・決定、つまり予測・価値を含んだ科学の方法をとり入れることが必要になる…」(北原和夫 (1999)『ブリゴジンの考えてきたこと』岩波書店, 107頁)。「経済学は本質的にモラル・サイエンスであって、自然科学ではないということです。ということは、つまり、それが内部洞察力と価値判断をもちいるということなのです」("JMK", XIV, p.297)。

Knight：Knightは、単なる認識不足に蓋然性の原因を帰すという見解、あるいは、測定できないあるいは除去できない要因は実際には重要でないという主張についてさえ懐疑的である。Knightにとって、蓋然性の概念の有用性は現実の不確実性をめぐる事実を反映している。実際、彼は、この仮定は、それが人間の活動と結びついての限り、人間の自由の可能性にとって望ましいと信じている (Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *op.cit.*, p.45, footnote 3)；われわれがその言葉を使用するように、測定可能な不確実性、ないしは厳密な意味での「リスク」は、実際には全く不確実でない、測定不可能な不確実性とは全く異なるものであるように思われる。それゆえ、われわれは「不確実性」という用語を非定量的タイプのケースに限定して使用すべきである

(Frank H. Knight (1964), *Risk, Uncertainty and Profit*, Augustus M. Kelley, Bookseller (Reprint of 1957 edition, First edition 1921, p.20)。しかし、何らかの方法によって、客観的に決定できる蓋然性に帰着させることのできる不確実性は、(同質的な)事例をグループ化することによって、無条件な確実性に帰着させることができる (Ibid., pp.231-232)。この事実から、不確実性への対処手段の第1が考案される。即ち、[真の不確実性が支配する世界では扱う事例がユニークであるため、制約はあるが、]同質的事例を増加させる方法がそれである (consolidation or grouping→classification)。第2は、先の蓋然性と人間の能動性をめぐる仮定上の特質に関連する、不確実性への対処能力・属性の個人間の差異に注目し、不確実性を、それを受け止める能力のある個人に集中させる方法である (specialization)。次いで、第3に、将来のコントロール (control of future)、第4に予測能力の向上 (increased power of prediction)、と続く (Ibid., pp.233-241)。こうした蓋然性と人間の自由(度)を前提として、[たとえ真の意味での「危険」と対をなすべき——不確実性を排除できないまでも、その減少のための対処方法にまで着眼した点にKnightによる研究のひとつの重要な特徴がある (括弧 [] 内は筆者)。

(注) 記号⇔は、方法論上の共通性を示す。

(19) Tony Lawson, "Probability and Uncertainty in Economic Analysis," *op.cit.*, pp.1102-1103. 下線はWilson。

(20) ホモ・エコノミクスとしての合理的な個人を想定し、各主体が制度に制約されつつ、自己の目的を達成するために最も合理的な行動を選択

しながら、相互に影響し合う状況の下、主体全員が自分の目的達成に最良な行動を選択した状態で安定する。この状態が再び制度となる。こうした説を唱える新制度学派とは異なる、合衆国で形成されたThorstein B. Veblenを嚆矢とし、Wesley C. Mitchell, John R. Commonsを代表とする、社会制度の変化に注目して、経済現象の動態的把握を行った制度学派を指す。現代では、Gunnar Myrdal, John K. Galbraithの著作がこれに近い(金森久雄・荒憲治郎・森口親司編(2005)『有斐閣経済事典』有斐閣, ログヴィスタ, 第4版)。本文中、Wilsonが念頭に置いた制度論もこれに近いものと推量される。

- (21) 「完全無欠な文法にしたがった明晰な言語から、社会的な規則と慣行の拘束力だけに基づき、究極的な厳密さを問うことのできない言語へ——。…この言語観の転換はヴィトゲンシュタインにおける『論考』『論理哲学論考』から『探究』『哲学探究』に至る過程の中で生じた「言語画像説」から「言語ゲーム説」への転換を指している。したがって上の文章〔「…普遍的な合理性への信仰が、「完全無欠な文法と両義性のない辞書」という理想的な分析の道具の存在への信頼と結びついていたが、そうした存在の根拠がどこにもなく、あるのは、「文明の合理性を支える「規則と慣行」あるいは「慣習」だけである…」〕は、ケインズがそのムーア主義の克服を、ラムジー・ブレイスウェイトのような個人主義、主観主義の方向とは逆に「言語ゲーム論」にパラレルな、共同体的合理性の立場へと向かうことで、成し遂げようとしていることを示している。言い換えれば、彼は、『確率論』における直観的論理主義と相対主義の曖昧な併存から、後者を軸にした判断論へと向かいつつ、暗黙的な慣行にもとづく、相互批判の余地を残した認識論を目指しているということになる」(伊藤邦武(1999)『ケインズの哲学』岩波書店, 96-97頁。括弧〔〕内、及び傍点は筆者)。以上は後期Keynesの経済学に、慣行を初期にも益して重視し始めたKeynesの方法論的姿勢を読み取る点で傾聴に値する見解である。だが、慣行や期待の概念等と引き替えに、直観的論理主義を後期Keynesが放棄したとする見解については、既に第3章(a)で主張したように筆者は否定的である。しかし他方、慣行こそは、第1章(b)で主張したように、Keynesの初期の蓋然性論研究がその経済学にもたらした一つの、最大といってもいい成果であり、それは独立変数として列挙される複数の要因とは次元と範疇を異にする概念であり、同じレベルで考えるべき概念ではない、Keynesが経済学に懸けた思いを象徴する概念であったと考える点については、おそらく伊藤氏にも同意して頂けるものと拝察する。

- (22) 2014/8/31 3:30『日本経済新聞』電子版「舌伸ばす地図 中国の深謀 南へ海洋権益、米を試す」
- (23) Anna M. Carabelli and Nicolò De Vecchi (2001), "Hayek and Keynes: From a Common Critique of Economic Method to Different Theories of Expectations," *op.cit.*, p.282.
- (24) 但し、コンピューターの発達によって、この投機家の模倣慣行への安定した依存の事態さえ大きく変わりつつあるのが現状である。「2013年2月に発表された論文で、…カリフォルニア大学の研究チームは、アップルの株価のSIP [Security information processor]での価格と、市場情報のより高速な入手経路を持つトレーダーが目にする価格は、1日に5万5千回も異なっていることを明らかにした。つまり超高速トレーダーは1日に5万5千回も、SIPが生み出した広大な市場の無知につけ込むチャンスがある。1日に5万5千回も誰もまだ知らない価格でアップルの株を買い、その株に前よりも高い値をつけて売ることもできる。そうやって足の遅い投資家の無知に乗じて大儲けしている」(Michael Lewis (2014), *Flash Boys: A Wall Street Revolt*, W.W. Norton, pp.98-99. [渡会圭子・東江一紀訳(2014)『フラッシュ・ボーイズ: 10億分の1秒の男たち』文藝春秋, 129頁。括弧〔〕内は筆者])。このような、マクロ・ファンダの米欧の株式市場でのコンピューターを使った1秒間に数千回もの小口の売買注文を出す超高速取引(HFT: high-frequency trading)で利益を上げる機械的手法は、フロント・ランニングを含むインサイダー取引での利用が疑われる程である。そこでは、ナノ秒単位の時間的な情報(「知識」)の流れに沿った蓋然的な状況認識の中で先回りの売買が行われる可能性さえ出てくる。むしろ、一般の弱小投資家の追隨的な慣行の余地(Rundeの条件)は全くない。

「HFTを手掛ける投資会社「バーチュ・ファイナンシャル」は、4月初めに見込んでいた上場を延期する検討に入った。

「5年間で負けたのはたった1日」——。発端は同社が上場に向けて3月に開示した資料だった。2009年から13年末まで、取引を行った1238日で損失が出たのがたった1日という勝ちっぷりに驚きが広がった。

通常取引では考えられない勝率の高さが「何かカラクリがある」との疑念をよび、ニューヨーク州のシュナイダーマン司法長官が3月中旬に「市場に対する信頼を台無しにしている」と批判。ホルダー司法長官も4月4日、米下院の証言で「司法省も調査している」と明言した。

米メディアによると、米連邦捜査局(FBI)

など捜査機関がインサイダー取引の有無の調査に乗り出したほか、米証券取引委員会 (SEC) や米商品先物取引委員会 (CFTC) も取引所とHFT業者の関係などの状況を調べている。

HFTは大規模なシステムを使って価格や注文情報をいち早く取引に生かせるため、一般の投資家に先んじて機敏に売買できる。低リスクの超短期取引を繰り返して小幅な利益を積み上げる「薄利多売」型の手法で、大きな損失を被りにくい面もある。こうした強みが逆に批判を呼び込む火種となった格好だ。

米国株ではHFTの売買が全体の5割程度にのぼる。市場の流動性を高める役割があり、公表情報を基に売買をしていればインサイダー取引にも当たらず、「不公平」の線引きは難しい。システム開発競争も激しく、米取引所関係者は「より早く取引するため設備投資をしている投資家の行為そのものを罰するのは難しいのでは」と話す(2014/4/6『日本経済新聞』電子版「米、超高速株取引に逆風勝ちすぎ「不公平」」)。

「超高速取引会社は一般より早く未公表の経済データを手に入れているとの疑いも、米国で浮上した。疑いを放置すれば市場の信頼は下がり、長期の投資資金の流入も細りかねない。

超高速取引は国境を越えて広がっており、各国は足並みをそろえて対応する必要がある。世界の市場監督者から成る証券監督者国際機構 (IOSCO) などが情報収集を主導し、必要ならばインサイダー取引などの不正を封じるルールを検討すべきだ(2014/4/9『日本経済新聞』朝刊「超高速株取引を直視し市場の質高めよ」)。

実際、「超高速取引をする連中にとって、リスクなしで利益を上げるのに必要なのは正確な情報ではない。必要なのは自分たちに有利になるよう、体系的にオッズを歪ませることだけだ」(Michael Lewis (2014), *op.cit.*, p.74. [邦訳, 98-99頁])。これは、「…現行法では違法とは言えない。正直、困った…というのが、米証券取引委員会 (SEC) や日本の金融庁の偽らざる本音だろう」(Michael Lewis (2014), *op.cit.*, 邦訳, 解説 (阿部重夫), 342頁)。

ここでは相場を張る上でのリスクはないに等しい。ただ只管小刻みに利鞘を稼ぎ続ければ済むからである。だがむしろKeynesの生きた時代においては未だ慣行の役割は大きかった。また、HFTの規制が始まれば、投資慣行は再度復活することになろう(鳥羽賢 (06/07/2014)「米SECが超高速取引 (HFT) を規制へ」iFOREX (<http://www.iforex.jp/ne/ws/%E7%B1%B3sec%E3%81%8C%E8%B6%85%E9>

[%AB%98%E9%80%9F%E5%8F%96%E5%BC%95%E5%BC%88ft%E5%BC%89%E3%82%92%E8%A6%8F%E5%88%B6%E3%81%B8-546](http://www.iforex.jp/ne/ws/%E7%B1%B3sec%E3%81%8C%E8%B6%85%E9) (2015/5/6))。

- (25) “JMK”, VII, pp.158-159. [邦訳, 155-156頁]
- (26) 田中, 252頁, 図表6-5「相場の感染と変動の広がり」参照。
- (27) Robert J. Shiller (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Part One, Part Two, Part Three. [植草一秀監訳 (2001)『根拠なき熱狂』ダイヤモンド社, 第I部, 第II部, 第III部]
- (28) George A. Akerlof and Robert J. Shiller (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, p.135. [山形浩生訳 (2009)『アニマルスピリット: 人間の心理がマクロ経済を動かす』東洋経済新報社, 205頁]
- (29) *Ibid.*, pp.14-18 and pp.134-136. [邦訳, 18-24頁, 及び204-206頁]「[乗数という]概念は、伝統的ではない計測しにくい概念にも適用できる。消費乗数, 投資乗数, 政府支出乗数は、それぞれ消費, 投資, 政府支出が1ドル変化したときの所得への影響を表すものだが、他にも考えればいい。安心乗数だってある。これは安心が1単位変化したときの所得の変化を示す——安心というものの定義や、それをどう計るかという問題はあがる。また、安心乗数は消費乗数と同じく、支出が何巡もすることで生まれると思えばいい。ここでフィードバックは、消費支出が何巡もするのに比べてもっとおもしろいものとなる。安心の変化は、次の一巡では収入だけではなく安心の変化を引き起こし、それぞれの変化が今度はさらに収入と安心に影響を与えることになる」(*Ibid.*, p.16. [邦訳, 21-22頁] 括弧 [] 内は筆者)。
- (30) 小野善康 (2009)「不況への新たなアプローチ」『現代思想』青土社, 第37巻第6号, 151頁。
- (31) 中野剛志 (2009)『恐慌の黙示録: 資本主義は生き残ることができるのか』東洋経済新報社, 207-209頁。
- (32) 例えば, H. Münstermann (1966), *Wert und Bewertung der Unternehmung*, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr.Th.Gabler GmbH, Wiesbaden [浅羽二郎監訳 (1976)『企業評価論』同文館出版, 第2章, 特に, II「資本還元率の算定」]
- (33) “JMK”, VII, ch.11. また, 例えば, 2014/3/27『日本経済新聞』夕刊「ウォール街ラウンドアップ 米自社株買いに春の北風」は、前年比で増額した自社株買いが、実物投資に付随するリスクに尻込みする企業者マインドの表れである、と報じている。
- (34) “JMK”, XIV, p.285-321, esp., pp.286-287 and pp.296-297.
- (35) “JMK”, VII, pp.151-161. [邦訳, 149-159頁]
- (36) *Ibid.*, pp.154-155. [邦訳, 152-153頁]

- (37) 鈴木芳徳 (2004) 「ケインズ「美人投票」の謎」
神奈川大学経済学会『商経論叢』第40巻第1号、
78頁。
- (38) 小野, 149-151頁。
- (39) 小島寛之 (2009) 「「時間」と「不確実性」の理論」
『現代思想』青土社, 前掲, 172-173頁。次の人が0.8
の割合でしか買ってくれないならば, その次の人
は $0.8 \times 0.8 = 0.64$ の確率でしか買ってくれないこと
になり, それを続けていくと限りなく0に近づく。株
価がその比率に応じて同様に下がるかは分からない
が, その期待値は確実に0に近づく。
- (40) “JMK”, VII, p.150. [邦訳, 148頁]
- (41) André Orléan, 邦訳, 115-116頁。Robert J. Shiller
(1991), *Market Volatility*, The MIT Press, ch.23,
pp.379-400.
- (42) 渡部恒彦 (1998) 「「コーポレート・ガバナンス」
論における株式「市場の規律」とその前提——
1980年代金融バブルの教訓——」坂本恒夫・佐久
間信夫編, 企業集団研究会著『企業集団支配とコー
ポレート・ガバナンス』第7章所収, 159頁。
- (43) 「世界的なカネ余り, 極めて小さな相場の振れ,
巡航速度の景気拡大——投資のゴルディーロッ
クス (理想郷) が続くとの読みを背景に, マネー
は世界中を駆け巡っていた。今回の自律調整は,
適正なリスクを織り込むことを求める市場からの
反作用である」(2007/3/1『日本経済新聞』朝刊「慢
心」砕いた連鎖株安)。

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

以上みてきたように相場形成の端緒となる契機は同調である。

それでは同調は如何始まり, その根底には投機家のどのような動機があるのだろうか。これまでのところ, 2点が指摘されている。第1はDavid N. Dremanの指摘する次の事情である。即ち, ポートフォリオ・マネジャー達は, 顧客からの圧力によって底値をはったような地味な割安株の購入はできず, 話題性のある値高株を後追的にポートフォリオに組み入れなければならず, その後を追う先の証券アナリストの分析自体が, 同調によって左右される⁽¹⁾。彼に

よれば, こうした同調を生み出す最大の要因は不確実性であり, これが第2の要因である。「株式マーケットは, 最も不確実で不安を生み出す分野であり, 確実なものは何もない」。またKeynesが「…優れた判断と知識を持つ専門的な玄人筋の間の競争は, 孤立した無知な個人の気まぐれを修正する」⁽²⁾ものではないと喝破した通り, 「最高の知性, 調査, 最大限の努力をすれば, 望ましい結果がでるわけでもない。こうした状況のもとでは, 組織内での協調や, 外部の専門家の意見に同調しようとする気持ちが強まるのは当然である」⁽³⁾。言い換えれば, 取引の時間的切迫の下, 如何すべきか分からないから, 「人の言う通りにする」, 「受動的に入ってくる情報にだけ反応する」といった最も未成熟な脳の検索法が採用され⁽⁴⁾, かつ, 不確実性下の強いストレス下では他人への「親和動機 (affiliation motive; 次節で解説)」による同調も高まる。

次は同調の根底にある動機である。

(b) 社会的比較過程, 斉一性, 及び親和動機 の理論

Festingerは, 集団がそのメンバーに与える集団がそのメンバーに与える同調圧力の決定因として, 有力な2つの説明を提示した。一つは, 彼が後に展開した「社会的比較過程の理論 (theory of social comparison process)」に繋がる考え方である⁽⁵⁾。われわれは社会生活を営む中で, 自分の意見, 確信等を評価しようとする動因を持っている。しかし科学的な理論の検証とは異なり, そうしたものには客観的に評価する方法が存在しない。このため, 他人との比較によって, 自分の判断や行動が正しいか否かの情報を得て, 自己の位置付けを明確にし, 将来への方向付けをしようとする (第1仮説)。特に, 物理的な真実が簡単には確認できない曖昧さや不確かさがある時ほど, 社会的比較による確認機能は重要となる。この仮説は, 第1章(b)で述べたような, 自分の行為が他人の目に奇妙に映ったりしないか等を気にする投資家・

投機家の心理描写を反映するであろう Keynes による帰納法を重んじた慣行規定にも重なる。

彼が提示したもう一つの決定因は、集団が明確な目的を持っている時には、その達成の可能性を高めるためにメンバーにも何らかの斉一性 (uniformity) をもたらすとするものである (第 2 仮説)。当然、この場合は、メンバーにとってもその集団が魅力的な存在である等、集団の凝集性 (cohesiveness) が高いほど同調が強まることが見込まれる⁽⁶⁾。ここに凝集性とは、メンバーを自発的に集団に留まらせる力の総体であり、これが高い集団は、メンバー間での相互理解・受容、役割分化、類似した意見・態度、相互魅力等により特徴付けられる場合が多い。しかし、集団的意思決定場面等で、凝集性の高さが却って決定の柔軟性や情報検索の範囲を狭めるという指摘もある⁽⁷⁾。この凝集性が認知的不協和の緩和のための認知的な一貫性を維持しようとする反対材料の意識的・無意識的な排除と相俟って、特に、機関投資家の中でも比較的投資期間が短いミューチュアル・ファンドの運用委託を受けるインベストメント・アドバイザー集団内、及び、地理的に近隣に位置する都市にあるミューチュアル・ファンド相互間のコミュニケーションを通じた運用の同一化傾向を生じる。この点については次章(a)で述べる。

この 2 つの仮説は、同調への動機として極めて重要である。しかしそのいずれもが Solomon E. Asch の 1955 年の実験における同調を説明できない⁽⁸⁾。即ち凝集性に乏しい被験者達における、通常では間違えようがないほど単純な 1 枚目のカードに描かれた 3 本の長さの異なる線分と 2 枚目に描かれた 1 本の線分の比較において、サクラへの誤った同調 (者) が想像以上に多数出たりするのかが説明できない。それを説明すべく、同調への第 3 の動機として「親和動機」(affiliation motive) を提示したのが、Morton Deutsch, Harold B. Gerard の両者である⁽⁹⁾。われわれは、社会生活の中で、人と違った答えをすることで馬鹿にされたくない、ある

いは自分の意見や行動が拒否され無視されたくない、という不安 (回避的関心) を持つことがある⁽¹⁰⁾。その不安を和らげるために、他者との親和による同調が促進されることになる。この親和動機の仮説を含め、Festinger の先の 2 つの仮説も、全て、実験によって有効であることが確認されている。実験は次の 3 つである。(1) 対面条件 (被験者をお互いに顔の見える状況に置く) と匿名条件 (被験者は仕切りによって互いに見えない)、および集団条件 (匿名条件下で、20 の実験グループの内、間違いが少なかった 5 グループにブロードウェイの劇場チケットを与えるという集団目標を設定) を区分した。匿名条件は対面条件に対する親和動機の緩和を意図し、集団条件は目標設定で集団の凝集性を高めることを意図している。(2) 視覚条件 (線分カードを見ながら回答する) と記憶条件 (回答する前に線分カードを伏せる) を区分して、後者において曖昧状況を高めた。(3) 被験者を匿名条件の下におき、他人の判断を聞く前に自分の判断を書き付け、それから声に出して回答するという手順を設定した。その際、自己決定条件 (書き付けは実験後に各自で廃棄する) か決定公開条件 (書き付けは後に実験者に提出する) かマジックパッド条件 (書き付けは試行毎に自分で消せる) が事前に伝えられている。この区分が被験者の私的反応の度合いを変えるための工夫であることは明らかである。結果は、下図の通りであった。

図表 2. 同調に関する拡張実験の結果

実験の条件	視覚	記憶
集団目標	5.7	6.9
対面	3.0	4.1
匿名	2.8	3.2
自己決定条件	0.6	0.7
決定公開条件	0.9	0.5
マジックパッド条件	1.6	2.3

(注) 数字は 1 人当たりの平均誤数
典拠：田中、126 頁、図表 3 - 4

視覚条件における同調の頻度よりも記憶条件のそのが多いことは、Festinger の第 1 仮説を

支持するものである。第2仮説は、集団条件における同調の頻度が最も高いことから有意であることが認められる。そして、匿名条件の同調が対面条件よりも少ないことや(3)の各条件の結果の差異は、第3仮説である親和動機の妥当性を物語っている。こうしてDeutsch達は3つの動機がそれぞれ有効であることを示した⁽¹¹⁾。

ところで、筆者は先に、Keynesが新しい経済学を構築する際に殊更に慣行 (convention) を重視したため、その意図を探る作業の一環として、その原意をOEDによって確認した。その一部である「慣習・世評・社会的慣行・因習等への拘りや維持」はまさに上記の親和動機と合致する。

(c) 同調に働く動機付け——規範的影響と情報的影響——

さらに、Deutsch達はAschの拡張実験を通じて規定した同調に働く動機付けを「規範的影響 (normative social influence)」と「情報的影響 (informational social influence)」に分類した。前者は、他者に認められたい、仲間外れにされたくない、他者・集団との関係を維持したいといった動機に基づく同調であり、後者は他人や集団の意見・判断を拠り所として受け入れ、それに基づいた適切な意見や判断を持つようとする動機を指す⁽¹²⁾。ここに描写される人間の性向は、既に見た原義で規定される、まさにconventionの維持ないしはconventionへの追従であり、同調に他ならない。

次に場を投資市場に限って、(1)ポートフォリオ・マネジャーの組織内部、(2)同業他者間、(3)業者・顧客間の3つについて同調の発生パターンを確認しておきたい。

(1)ディーラー等のポートフォリオ・マネジャーは、6:4 (ロクヨン) の不確実性の下で売りか買いかの二者択一を常に迫られる。そのため、社会的比較過程理論が示すように、他者の判断を拠り所としたいという欲求が高まるであろう。また強度の競争状態下で、組織としての収益目標も厳密に設定されており、チームとして

強い凝集性を求められることも少なくない。あるいは、職場の仲間同士は、ストレスの強い環境における強い不安感を伴う精神状態にあることを互いに知っている。そして働きやすい雰囲気や維持するために、相互に神経に触れるようなことがないよう気遣うことの重要性も心得ている。それだけに、それらの集団の斉一化や親和欲求に基づく規範的影響もかなり大きなものとなるはずである。

(2)第2の同調関係は同業他者間において認められる。市場でのキャピタル・ゲイン取得の行為では、原則として自己責任ルールが貫徹され、彼らの間に集団としての斉一性を求める圧力は殆んどないようにも思われるが、しかし曖昧で不確実な環境は、他人の意見や判断を求める情報的影響を高める。また、そうした情報交換の必要性や不安心理を自ら痛感する中で、親和動機も強まるであろう。もっとも彼らの間の情報交換は、通常自分自身の判断や信ずるところを強化するために行われる。

(3)同調関係の3番目は、顧客と業者の間に生じるものである。顧客の立場では、市場の中核にいる業者から判断の拠り所となる情報を得たいとする動機が強い。一方業者は、相場に大きな影響を与える実需筋の売買ニーズを掴むため、また安定的な取引手数料を得るため、友好的で継続的な取引関係を維持したいと考えている。この結果、特に重大な変化が予想されないような相場局面では、顧客が望ましいと考える相場観に抵触しないような同調が判断や情報提供の際に生じ易い⁽¹³⁾。しかしむしろその同調が投資での成功を約束するわけではない。

同調は多数派を形成しない限り、キャピタル・ゲインを生み出すことはない。既に見たKeynesの美人投票論は、売買のいずれが多数派を形成するかを巡る投機家同士の読み合いの無限継続を示唆していた。キャピタル・ゲインを得る場としての投資市場は、こうした様々な期待・思惑を多数決原理によって、勝者と敗者に分ける仕組みと考えて良い。自分の確信がどのようなものであれ、少数派になれば、敗者に

回される。たとえ自己の確信が物理的な真実であったとしても、相場変動の中で少数派になれば、損失という物理的な報復を被ることになる。但し、こうした多数決原理に従った勝者への報酬は、相場のすべての局面を通じて得られるわけではない。相場が一方方向に動く時は、市場参加者の相場観はさらにそれを助長するように傾斜する。そしてこうしたバイアスを帯びているかもしれない相場観が、同調によって感染し、誰もが同じ方向の相場観だけを強調するような局面に至る。いわゆる「織り込み済み」の状態である。それは相場の終わりを意味し、反転修正に転じるシグナルとなる。全米経済研究所の景気基準日付で見て2007年12月の山を間近にひかえた9月の次の新聞報道における利下げがこれに該当する。

「エコノミストや投資家らの間では、FF金利の0.25%引き下げを予想する声が多い。少数派予想の「0.5%利下げ」にFRBが踏み込んだ場合は「前向きな驚き」との解釈から、株価は上値を試す展開となりそう。市場では利下げそのものはほぼ「織り込み済み」と見なされているため、FRBが声明文で追加的な金融緩和を示唆するかどうかとも焦点だ。今週相次ぐ証券会社の六一八月決算発表も注目材料となりそうだ。サブプライム問題の余波が業績の重しになるとみられており、思わぬ波乱要因となる可能性もある」⁽¹⁴⁾。

さて、市場での多数決原理は、ある情報に基づく思惑が未だ形成されていないか、5:5で拮抗している初期段階での確に多数派を読み取った者に、含み益を含めた最も厚いキャピタル・ゲインを与える。以後、6:4、7:3、8:2と追随する者は、その段階に応じてゲインが減り、9:1あるいは10:0に至っては「安易な選択」に対する罰金の可能性を賦課する。

そして、次の瞬間に破綻する相場の過程で同調発生への期待・思惑を誘導する主体は、上げ相場のプライス・リーダーシップの端緒をなした少数の巨大機関投資家となる場合もあるかも

しれない。

実際、Robert W. Kamphuis, Jr., Roger C. Kormendi, Henry J.W. Watsonによれば、投機の規模は極端に大きくなるが、1987年10月のいわゆるブラック・マンデーで価格を大きく変動させた主体も、ごく少数の機関投資家であった。彼らは次のように指摘する。

〔ブラック・マンデーにおける〕「急峻な市場暴落は、特有の事象によって「引き金を引かれた」。即ち、金利を新たな高いレベルまで押し上げた予期しない大幅な貿易赤字、数多くのテークオーバーの候補者の株価を大幅に下げた税制改革案がそれである。この最初の下落が、ポートフォリオ・インシュアランス戦略や解約に応じた少数のミューチュアル・ファンドのグループによる機械的な売りを刺激した。こうした投資家による売り、及び、彼らによる一層の売りへの期待が、数多くの攻撃的な取引指向の機関投資家によるさらなる相場下落を予期した売りを促進した。そうした金融機関には、ヘッジ・ファンドに加え、少数の年金基金、寄付基金、資産運用会社、及び投資銀行が含まれていた。この売りが、次に、ポートフォリオ・インシュアラーやミューチュアル・ファンドによる感応的な一層の売りを刺激した。ポートフォリオ・インシュアラー及びその他の機関投資家は株式市場と株価指数先物の両方で売りに回った。先物市場における売り圧力は指数裁定取引のメカニズムによって株式市場に伝染する。相場下落の期間を通じて、取引量と価格変動性は劇的に増大した。この取引活動は驚くべき程少数の機関投資家に集中していた。10月19日、ポートフォリオ・インシュアラー3者による売りプログラムは株式市場において20億ドル近くに達し、また、先物市場における3つのポートフォリオ・インシュアラーの売りは、28億ドルの株式価値に相当した。2、3のミューチュアル・ファンドによるブロック

取引による売りは、9億ドルもの大量に達した⁽¹⁵⁾。

こうした事実から推量されることは、アヤ押しを押し返して、強気相場の切掛けをつくったプライス・リーダーが、バブルの絶頂で同時に売りに転じている可能性である。

さて、同調一般の追随者は、新参者ないしは平凡なプレーヤーかもしれない。それでもこうした追随者を得て相場が盛り上がり、先陣を切った投機家達が獲得するキャピタル・ゲインを益々増やす様を見れば、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。市場の同調とは、心理学的なバイアスといった程度の緩やかなものではなく、それは、学習と競争によって意識的に極限まで高められた同調である点で特徴的である⁽¹⁶⁾。

同調を高め易い要因としては、もう一つ、ポートフォリオ・マネジャーを雇う際の固定費の高さに起因する損益分岐点の高さに伴う顧客を失う恐怖によるインベストメント・アドバイザー間の競争の激しさがある。特に、顧客は、ポートフォリオ・マネジャーに対し、2年なら未だしも、1年、半年、場合によっては4半期毎に、良い投資成果を求めべく圧力を掛けて来るため、ポートフォリオ・マネジャーは、とかく神経質になる。とりわけミューチュアル・ファンドのポートフォリオ・マネジャーに運用が許される期限はたった9ヶ月であるという⁽¹⁷⁾。それゆえ、不幸なことに、多くのポートフォリオ・マネジャーは生き残るために、独自性を保ちにくくなっている⁽¹⁸⁾。顧客を不愉快にするような運用パターンを避けるためである。ポートフォリオ・マネジャーが最高の結果を求めず、平均的なファンドの業績から大きく離れることのないよう努めるのもその一環である⁽¹⁹⁾。

ところで、Solomon E. Aschによれば、同調率が最も高じる集団のサイズは、サクラの数にして4人までで、それ以上になっても有意な上昇はなくなる⁽²⁰⁾。そこで、この点を2012年現

在のデータで確認すると、1人から5人の非事務系のポートフォリオ・マネジャーを雇用するインベストメント・アドバイザーは3687、6人から10人を雇用するインベストメント・アドバイザーは2456、11人から50人を雇用するインベストメント・アドバイザーは3180で、それ以上の人数を雇用するインベストメント・アドバイザーを含めた総数中、約89%を占める。先の同調率が高まる最大値を1人多い5人とすると、約35%が該当するから、従って、3割を超えるインベストメント・アドバイザーの組織内部で同調が極めて起こりやすいものと推測される。またデータ全体のメジアンは8人であるから、インベストメント・アドバイザーの半数の被用者が8人に収まっており、彼等ポートフォリオ・マネジャーもしくは証券アナリスト達もほぼ同様に、同調が生じやすい環境下で働いていることが分かる⁽²¹⁾。従ってまたそこではメンバー相互間の理解・受容の度合いが高く、役割分担も明確であろうから、凝集性も高く、それゆえ、同調が生じる判断・意見が揺らぐ可能性は低く、認知的不協和の緩和のための反対材料の排除等を巡る意思決定の柔軟性も著しく低いものと推測される。

以上が、ポートフォリオ・マネジャーの主な業態であるインベストメント・アドバイザーの組織内部における同調を巡る状況である。これによって田中氏が同調関係を洞察した(1)ポートフォリオ・マネジャーの組織内部の同調の現実を定量的に推し測るデータが与えられたことになる。

加えて、こうしたインベストメント・アドバイザー間のフェイス・ツー・フェイスあるいは電話での肉声を通じた情報のやり取りとインターネット上での情報のやり取りの心理学上の効果の違いの如何は今措くとしても、ネット上の情報通信の発達によって、インベストメント・アドバイザー組織内外での同調の拡散の可能性は従前と比べて格段に高まっているという事実は把握しておく必要がある。

ポートフォリオ・マネジャー相互間の同調は

株価を大きく左右する。何故なら「金融市場では今や模倣主義が完全に幅を利かせて」おり、(…)「ファンド・マネジャー〔ポートフォリオ・マネジャー〕が眉をしかめると、その企業は弱体化し、株価は大幅に下がる」⁽²²⁾からである。

(d) 模倣主義を巡る近年の動向

この模倣主義を助長する投資・投機上のミューチュアル・ファンドの特徴が次のようなブルー・チップ志向である。即ち、例えば、ニュー・ヨークに拠点を置くヴァリュエ志向のミューチュアル・ファンド会社であるDavis Selected Advisors〔現Davis Advisors〕の副会長であるChristopher C. Davisは、国内株は2006年11月現在、平均して公正に値付けされているが、リスクの大きな会社の価値も質の高い大会社と同じくらい高い場合もあるので、ブルー・チップを選び好むという。即ち、それは、Rundeの条件が、危険のある銘柄にも効いてしまうため、購入銘柄・投機機会を、それ以外のブルー・チップ（優良株、確実に有利な投機）に限定したいというミューチュアル・ファンドの志向である⁽²³⁾。

また模倣主義ではないが、他者依存型であるという点では共通する、S&P500等の市場全体のベンチマークを目標にしたパッシブ運用を選ぶ投資主体は、特に公的年金基金に多く、やや古いデータになるが、1995年9月30日現在、66.8%にのぼり⁽²⁴⁾、この傾向は2001年2月現在でも続いている⁽²⁵⁾。同月、即ち、全米経済研究所の景気基準日付で見て、同年3月に谷を迎える1ヶ月前におけるNew York市の年金基金経理部長代行の証言を含む次のような状況は、公的年金基金のパッシブ運用への傾斜を裏付けている。即ち、2001年2月の6か月程前に起きた注目すべき出来事の一つは、New York City Employees' Retirement Systemが、アクティブ運用で保有していた大型株総額30億ドルを売り払い、インデックス・ファンドでのパッシブな運用資産に切り替えたことである。「われわれは、合衆国の株式をアクティブで運用してい

る分を長期に亘ってパッシブで運用している分と比較した結果、われわれの雇用しているファンド・マネジャー〔ポートフォリオ・マネジャー〕はインデックス運用に勝てないことがわかった」とNew York市の年金基金経理部長代行のJane Levine〔当時〕は述べている。その結果、パッシブ運用部分は、ファンド内株式ポートフォリオに占める比率にして1年前の約85%から92.5%まで増えた⁽²⁶⁾。また、130/30比率と呼ばれる金融のレバレッジを使う戦略では、パフォーマンスが悪い株式を売却する一方で、高い収益率が期待できる株式が購入され、ポートフォリオ金額の30%まで株式をショート（売却）し、それによって得た資金を、投資家が効率的で凌駕すると思う株式についてロング・ポジションをとる（前もって買っておく）ために用いるが、投資家がこの戦略のための株式を選択する際、S&P500のような指数を模倣することが多い⁽²⁷⁾。

また短期パフォーマンス志向の強い投資主体としては、大学・財団等の年金基金があり、特に上位100大学の内、外部運用会社への委託と大学内部でのインハウス運用の比率が判明している44校の各大学別運用資産残高の内部構成比で加重したインハウス比率は31.8%であり、それゆえ、運用額で加重した外部委託比率は68.2%となり、外部委託の場合には短期パフォーマンス志向となるから⁽²⁸⁾、この運用部分についてインベストメント・アドバイザー間の模倣主義の懸念が付きまとうことになる⁽²⁹⁾。

模倣主義を例外として含む存在がヘッジ・ファンドである⁽³⁰⁾。事実、ヘッジ・ファンドもまた、S&P500指数契約、3ヶ月物ユーロドル金利取引では群れをなし、模倣主義に依存する⁽³¹⁾。ヘッジ・ファンドはさらに、模倣主義ではないが、ある種一辺倒の投資技法に執着することが特にLehmanショック以前には多かった⁽³²⁾。実際、2004年5月にヘッジ・ファンドが1989年以来、困難な運用状況に直面した際、ウォール・ストリート・ジャーナル誌は、リスク・コントロールにおいて多くのヘッジ・ファンド運用会

社が類似したシステムを使用し、さらに、類似したポジションを同時に取っている事実を明らかにした⁽³³⁾。特に近年、マクロ型ヘッジ・ファンドについては次のような指摘がある。

「NY金先物取引所ではsweep（場に出ている売り注文を片っ端から全買いすること）の波が、利益確定売り、換金売りをクジラのごとく全て飲み込んだ。

そのクジラはヘッジファンドでもマクロ型と呼ばれるタイプであった。彼らの運用戦略は現在の経済動向や政策優先順位を分析し、そこから生じる経済不均衡を探す。不均衡からは必ずマーケットにストレスが発生する。そのストレスが臨界点に達したときマーケットに大きな動きが生じる。そこから生じるマネーフローにコバンザメのごとく乗ってゆくのだ。株、債券、商品……。運用対象セクターの専門性はない。何でもおいしそうなものには食いつく」⁽³⁴⁾。

これこそ模倣主義の最たる動きである。

しかも、ヘッジ・ファンドの中には、問題を抱える会社に破格に大きなポジションを持ち、その上で改善を図るファンドもある一方、時には噂、さらに内部情報まで材料にしてまるで究極の借り主のように超短期の売買を手掛けるものもある。彼等は自分の目的を果たすためには、投資先の会社を弱らせたり、潰したりしかねない⁽³⁵⁾。2005年現在、頻繁に取引するヘッジ・ファンドが今や一日の株式売買高の4割をも占める存在だけに⁽³⁶⁾、それは由々しい大事といわなければならない。

しかし、ヘッジ・ファンドは、短期主義による模倣主義から確かに免れてはいる。他の機関投資家は、市場が下落している中で売却し、ポジションを減らして清算することを迫られ、内部のコントロールにより損切りを迫られる。損失を出したミューチュアル・ファンドは解約に晒される。リバウンドを期待して損が膨らんでいく事態を放置しているようなポートフォリオ・マネジャーは、そのリバウンドが現実のものとなる前に解任されてしまうであろう。従っ

て、ポートフォリオ・マネジャーは、市場の動きに身を任せておくようなことは決してしたげられない。ヘッジ・ファンドにはこのような限界を切り抜ける能力がある。何故ならば、重要な時期を通じ、ヘッジ・ファンドはかなりの期間に亘って閉じこまれるし、彼等の一部は追加マージンや担保の引き上げを求められる時に頼ることができるクレジット・ラインを保持しているからである⁽³⁷⁾。実際、ヘッジ・ファンドのマネジャーの償還期間は相当に長期で、これに対し、オープン・エンド型ミューチュアル・ファンドのマネジャーの償還期間は短い。この場合、市場のコンディションに依存して、ミューチュアル・ファンドに投資する小口の個人投資家が新規にファンドを購入することと、償還を求めてくることをミューチュアル・ファンドのマネジャーは予知できるので、上昇トレンドで買い、市場が下降している時に売るという市場の変動性を高める“モメンタム・トレーディング”にマネジャーを陥らせる。例えば、ブル・マーケットでのポートフォリオ・マネジャーを考えれば、彼は、ファンドに資金が順調に流入していることを熟知しているので、平均的なキャッシュ・バランスを減らし、そのポートフォリオにおいて、株式を増やすことが彼の関心となるが、マネジャーが相当の資金が逃げ出すだろうと関知する下降局面にある市場ではその逆となり、その関心は、キャッシュ・バランスを増やすことになる。そのため、株式を下降トレンドにある市場で売却することになる。償還期間がより長期のヘッジ・ファンドには、そのようなモメンタム・セリングへ向かうインセンティブは殆どない⁽³⁸⁾。

(第5章注)

- (1) David N. Dreman, *op.cit.*, pp.138-139. [邦訳, 133頁]
- (2) “JMK”, VII, p.154. [邦訳, 152頁]
- (3) David N. Dreman, *op.cit.*, p.138. [邦訳, 133頁]
- (4) 田中, 56頁。
- (5) Leon Festinger (1950). 同文献レビューは、田中, 124頁を参照。上巻内、序章注(13)を参照され

- たい。「社会的比較過程の理論」の参考文献は次の通り。Leon Festinger (1954), “A Theory of Social Comparison Processes,” *op.cit.* (中島他編, 「社会的比較過程の理論 (theory of social comparison process)」参照。) 田中氏は, 「社会的比較」の理論, と紹介している。
- (6) 田中, 124頁。
- (7) Irving L. Janis (1972), *op.cit.*; Jacob L. Moreno (1934), *op.cit.* (中島他編, 「凝集性 (cohesiveness)」参照。)
- (8) 同文献レビューは, 田中, 124-125頁を参照。上巻内, 序章注(13)を参照されたい。
- (9) Morton Deutsch and Harold B. Gerard (1955), “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment,” *op.cit.* 但し, この概念そのものの構成者は, 彼等ではない (田中, 125頁)。
- (10) 田中, 125頁。
- (11) 同上, 125-126頁。
- (12) 同上, 126頁。
- (13) 同上, 127-129頁。
- (14) 2007/9/16 [日本経済新聞] 朝刊, 16ページ [NY株一利下げ幅に注目 (今週のマーケット)]
- (15) Robert W. Kamphuis, Jr., Roger C. Kormendi and J.W. Henry Watson eds. (1989), *Black Monday and the Future of Financial Markets*, Dow Jones-Irwin, Inc., pp.127-128. 傍点は筆者。
- (16) 田中, 130-134頁。
- (17) *Financial Planning* (Jan.1, 2000), “Time to Bail Out: Rescuing a Client from a Sinking Mutual Fund before It Goes under Can Secure Your Reputation and Save the Client a Bundle,” New York, pp.120-124.
- (18) David N. Dreman, *op.cit.*, pp.104-108. [邦訳, 103-107頁]
- (19) Louis Lowenstein (2006), “Searching for Rational Investors in a Perfect Storm: A Behavioral Perspective,” *The Journal of Behavioral Finance*, Vol.7, No.2, p.71.
- (20) Solomon E. Asch (1951), “Effects of Group Pressure upon the Modification and Distortion of Judgments,” *op.cit.* (中島他編, 「同調 (conformity)」参照。)
- (21) Investment Advisor Association, *2012 Evolution Revolution – A Profile of the Investment Adviser Profession*, Chart 13: Investment Adviser Non-Clerical Employees (<http://www.nrs-inc.com/pagefiles/1207/evolution%20revolution%202012.pdf> (2014/07/12))
- (22) André Orléan, 邦訳, 237頁。括弧 [] 内は筆者。
- (23) J. Alex Tarquinio (Nov.26, 2006), “The Autumn Rally Has Left Few Industries in the Dust,” *New York Times* (Late Edition (east Coast)), New York, p.3.6.
- (24) Carolyn Kay Brancato (1997), *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*, Irwin Professional Pub., p.28, Table 1-4.
- (25) Justin Dini (Feb. 2001), “Baby Steps,” *Institutional Investor*, New York, Vol. 35, Iss.2, pp.71-76.
- (26) *Ibid.* 括弧 [] 内は筆者。
- (27) 運用方法: ファンドは, ポートフォリオ・マネジャーが価格が上昇すると思う1バスケット分の株式のロング・ポジションを購入する。これを100%とする。次に, 下落すると思う1バスケット分の株式について, 先の株式価値の30%分を空売りする。そして空売りで得た資金を, 先にロングにした株式の30%をさらに追加するために用いる。結局, ロングとショートは130/30の比率になる (Richard Goldberg (2009), *op.cit.*, pp.56-58. [邦訳, 80-83頁])。
- (28) 財団法人 資本市場研究会編 (2001) 『21世紀の資産運用: グローバル競争と発言する機関投資家』プロGRESS, 332頁。
- (29) 同上, 329頁, 図表7-13「運用資産残高上位100大学における運用形態」注1) 運用資産残高上位100大学の内, 外部運用会社への委託と大学内部での運用 (インハウス運用) の比率が判明している44校。出所は, NACUBO Endowment Study, 2000 及び Nelson’s Directory of Plan Sponsors 2000より野村総合研究所作成。各大学別運用資産残高の内部構成比で加重したインハウス・外部委託両比率の算出は筆者。
- (30) ヘッジ・ファンドの規模そのものは相対的にそれほど大きなものではない。世界中のヘッジ・ファンドの総額に占める合衆国のヘッジ・ファンドの運用額の比率は2006年現在, 52%で, これを2006年のヘッジ・ファンドに適用すると合衆国のヘッジ・ファンド運用額は7,615億ドルで, さらに, その合衆国の全てのカテゴリーの運用総額に対する比率は, 2.8%に過ぎないが⁸, 特に銀行持ち株会社の先兵部隊として果たすその役割は大きい (Carolyn Kay Brancato and Stephan Rabimov (2008), *The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations, Based on the latest date available for 2006 and 2007*, The Conference Board. 合衆国の占める比率は, p.46, Chart 13, Hedge funds by domicile (Source: Milken Institute, 2006), ヘッジ・ファンズ・オブ・ファンズを加算した世界中のヘッジ・ファンドの総額は, p.45, Chart 11, Hedge fund assets, 1990-2007 (Source: *2007 Databook*, Pensions & Investment, 2007), 合衆国の全てのカテゴリー

の運用総額は、p.11, Table 3-- Percentage of assets by category, 1980-2006 (Source: The Conference Board Governance Center, Calculated from data provided by: The Board of Governors, Federal Reserve System, Employee Benefit Research Institute (EBRI); and the Foundation Center) より引用)。また、合衆国の大手銀行持ち株会社とヘッジ・ファンドの関係については、高田太久吉(2009)『金融恐慌を読み解く：過剰な貨幣資本はどこから生まれるのか』新日本出版社、193-215頁を参照。

- (31) International Monetary Fund (1998), *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, p.11. [Laura E. Kodres and Matthew Prisker (1997), "Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants" (unpublished; Washington: International Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System.)] [松崎延寿訳(1999)『ヘッジファンドの素顔：IMF報告書』シグマベイスキャピタル、41頁]
- (32) Richard Goldberg (2009), *op.cit.*, p.160. [邦訳、233頁]
- (33) 大井幸子(2004)『ウォール街のマネー・エリートたち：ヘッジファンドを動かす人びと』日本経済新聞社、315頁。皮肉なことに、ヘッジファンドの模倣戦略は、総体的な利益が落ち込んでいる時でも続いている、という(*The Economist* (Mar.17, 2007), "Finance And Economics: Hedge-fund Envy: Mutual funds," London, Vol.382, Iss.8520, p.104.)。
- (34) 2011/8/20 9:17 (2011/8/22 9:14更新)『日本経済新聞』電子版「円、金、米国債で起死回生を狙うヘッジファンド」傍点は筆者。
- (35) Stephen M. Davis, Jon Lukomnik and David Pitt-Watson (2006), *The New Capitalists: How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*, Harvard Business School Pr., p.90. [鈴木泰雄訳(2008)『新たなる資本主義の正体：ニューキャピタリストが社会を変える』ランダムハウス講談社、139-140頁]
- (36) 前掲『日経金融新聞』「米国発 追跡ガバナンス改革 第3部 苦悩続くウォール街 企業との距離 模索」
- (37) International Monetary Fund (1998), *op.cit.*, pp.11-12. [邦訳、43-44頁]
- (38) *Ibid.*, pp.34-35. [邦訳、120-121頁]

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と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

次に、先の第5章(c)で見た田中氏の洞察による(2)同業他社相互間の中でも、広義の投資助言業者の中でも高い比重を占めるミューチュアル・ファンド、インベストメント・トラスト(単位型・クローズド型の投資信託)、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの内、特に運用資金量が多いミューチュアル・ファンド相互間の同調の感染について、Russ Wermersの研究成果から推測しておきたい。

彼によれば、ミューチュアル・ファンド相互間の群集行動は、ポートフォリオ・マネジャー間の口コミによるコミュニケーションによる部分が多い。実際、同じ市の中にあるポートフォリオ・マネジャー間での群集行動が、より多かった。また国内の大都市15に本社を置く1,635のミューチュアル・ファンドに関する研究によると、異なる都市に位置するミューチュアル・ファンド相互間の取引よりも、同じ都市に位置するミューチュアル・ファンド相互間の取引の方が同調の度合いが大きかった⁽¹⁾。またHarrison Hong, Jeffrey D. Kubik and Jeremy C. Steinによれば、証券アナリストは自分達にとって情報を如何に「内輪・内密」の情報として扱うかに腐心する。彼らが扱った標本は、1985年以降2001年迄の、企業3,195社に関する5,306人の証券アナリストによる130万件の予測から構成される。均して言うと、証券アナリスト達は、自分達の間で内密の情報と信じる情報を重視していた。また証券アナリスト達は、大多数の予測との対比で自分達の予測が、内容的に都合が良い場合には私的情報を重視し、逆に大多数の予測との対比で自分達の予測が、都合

が悪い場合には、私的情報を軽んじていた。言い換えれば、殆どの証券アナリスト達には、私的情報をカバーする担当先企業に関する良好な情報にのみ偏向して解釈・提供する傾向がある。彼らによればこの誤った比重の置き方は、明白な認知的偏向のせいではなく、証券アナリストが担当企業を良く扱う「任務」に駆り立てられているせいである⁽²⁾。それは、そうすることがウォール街で生き延びるためのやむをえない証券アナリストの方策であるからである。しかし、それは、次に紹介する議会公聴会での証言内容が指摘するような資本主義の根幹を揺るがす資本の非効率なマクロ的な配分を導く恐れがある。

「ウォール・ストリートにおける調査が利害の対立で満ちていることはまず間違いないとわれわれは信じている。その調査の客観性の著しい欠落は、売り込み市場に対して今日腐食作用を持つウォール・ストリートが〔本来〕果たすべき義務を概して欠いているとわれわれが考えている事柄である。ウォール・ストリートが客観的な調査を行っていないため、市場の信頼を失っている、というタイトルの一節は、多様なリソースから、数多くのそうした利害の対立の事例を提示する。われわれの証言の主な強調点は、資本市場が信頼を失う場合に生じる問題と取り組もうとする点にある。この問題は、個人投資家が不利益を被りあるいは損失を被るか否か、あるいは、証券アナリストが不当に多額な賞与をもらっているかいないか等の問題ではない。産業間で資金配分が適切に行われない場合には資本主義の根幹が脅かされる。市場が攻撃的な投資家や投機家を利し、慎重な事業家や投資家を押し退けるような場合、その結果は、自己強化的な投機的ブームとその破綻であり、絶望的な資源の誤った配分であり、不均衡な経済である。こうした環境要因は、疑うことを知らない良民から投機のゲームに勤しむ能力を持つ多くの者への富

の配分替えを引き起こす。…（中略）…。われわれの見解では、ウォール・ストリートの証券アナリストによって先導された無謀ともいえる金融関係者の行動は既にハイテク部門、特にインターネット産業と通信産業に傾斜した誤った資本配分を引き起こしている。

われわれは、金融サービス業の領域においても同じような資金配分上の誤りが起きていると考えている。資本は、急速に成長する数百の会社に配分され、その他の成長の見込みのあるさらに重要性の高い計画には投資が行われていない。危険な信用バブルが起きており、それが金融システムを脅かしている。

自由市場の熱烈な支持者となると、新たな規制を受けたり、さらに多くの規制者が当該規制を強化したりすることには気が進まない。しかしながら、われわれが考えるところでは、問題は深刻で、何かをなすべきである。われわれは、特定の法律の問題や規制を、われわれよりも事態に詳しい連中に任せてきた。変革を求める声は弱々しいが、熟考に値する。しかしながら、この領域を変える作用を得るためには、実に大きな政治的な勇気が必要となる。現行のシステムを支持するそれら政治的権力者の力を甘く見てはいけぬ。…（中略）…。規制撤廃に代えて再規制すべきであるとする方に反対するロビーイング活動等の圧力は1に対して100の強さである。〔それゆえ、再規制は至難である。それは、Dodd-Frank法の最終決定がウォール街・共和党の反転攻勢で大幅に遅れており、事実上骨抜きになるであろうと見る大方の予想にも現れている。この点については最終章での総括で再度触れる。〕

〔また〕会社の調査資料はIPOsや取引と抱き合わせて売りものにされるので、ポートフォリオ・マネジャーは、それらのサービスを受けるためにも不特定な大量の取引

を行うよう期待されることになる」⁽³⁾。

さらに、投資銀行部門や顧客の注文を繋いで取り次ぎを行う証券会社が売却の媒介役となったデリバティブ証券が杜撰な格付けによって一見したところ低リスクな商品として殆ど無制限に金融機関を中心に購入されていった。その購入を媒介した主体が、年金基金、ミューチュアル・ファンド、保険会社等の機関投資家と投資運用の契約を締結したインベストメント・アドバイザーに所属する先の引用でも登場したポートフォリオ・マネジャーである。しかも、格付けの浸透した社会では、真の不確実性が度外視されたデリバティブ証券でも安易に購入され易い。例えば、Citron Capital LLCは、仕組み債に組み込まれたデリバティブを如何に評価してよいか解らず、値段をあれこれ評価する面倒を嫌がったため、支払限度を超えて仕組み債を買ってしまった、という⁽⁴⁾。結局、失業の増大、GDPの減少、他の金融機関の金融システムによる救済コストの増大に加えて、ノンプライム・モーゲージのゲームで演じた企業意思決定は、他のタイプの非効率を生み出した。金融仲介機関は、市場経済において重要な役割を演じる。即ち、それら金融仲介機関は、競合する投資機会間に希少な金融資源を配分する。彼等が拡張する信用と彼等が購入する資産は、経済的将来を決定する上で重要である。何故なら、彼等は、生産資本の将来のストックの規模と構成の決定に影響を及ぼすからである。バブル期に行われた資本配分によって、数多くの重要な合衆国の金融仲介機関がグロテスクな失敗に陥った。2002年から2007年までの間だけで4兆ドルを超えるノンプライム・モーゲージを組成することによって、金融仲介機関は、ノンプライム・モーゲージ・ローンの金融（及び再金融）に合衆国の2008年度のGDPの大凡28%〔相当額〕を使ってしまった⁽⁵⁾。そうして膨張したバブルの崩壊の結果、Lehmanショックに象徴されるような経営危機が、住宅ローン債権を保証していた連邦住宅金融抵当公庫や連邦住宅抵当公庫にまで及んで、政府の管理下に置かれ

たことは記憶に新しい。

以上から、第1に、口コミ、つまり人の口から口へ伝えられる情報の伝達が可能な地域的に隣接したミューチュアル・ファンド相互間で強い同調が生じているという事実は、組織の凝集性が、認知的不協和の緩和のために認知的な一貫性を維持しようとする反対材料の意識的・無意識的な排除と相俟って同調と強く相関するという既に見た指摘を実証していること、第2に、セル・サイドの投資銀行部門に仕える証券アナリストは、客観的な認知上の間違いや偏向ではなく、担当企業との関係の維持・強化を図るために手持ちの情報を恣意的に利用する性向を持ち、バイ・サイドのインベストメント・アドバイザーをも巻き込んで、前回の金融バブル時に誤った資本配分を招いたことが分かる。

加えて、意思決定がインターネットで即時繋がる今日における同調の傾向は先に少しく見たように、格段に著しい。合衆国ではなく最近の日本での事例になるが、ソニー(株)が、今年2月4日に、2015年3月期の営業損益見通しを従来の400億円の赤字予想から200億円の黒字に上方修正したことを受け⁽⁶⁾、翌2月5日に、株価が、前日の終値の2,769円から一時3,500円超えのストップ高まで一気に上昇した事等はインターネットによる情報の即時的拡散及びネット証券を通じた買いなしには、おそらくありえない。そうした金融市場での取引速度の飛躍の高度化に伴って、同調の空間はグローバルに拡がり、その消長も変動著しいものとなり、それゆえ、今後様々な規模で生じるであろう金融バブル時の企業・産業の実績を離れた偏った資本配分の危険も益々大きくなっていくものと推測される。

しかも市場の参加者が、情報が自己実現的となることを合理的に信じている場合には、その当該シナリオにそぐわない、相反する情報・知識が考慮外に置かれる傾向は殊に強まると同時に、投機家集団と化した市場の買い手側で蔓延る認知的不協和の緩和のための反対材料の排除の威力をフルに生かすRundeの条件も満たされるため、模倣慣行の利益を安んじて誰もが得る

ことができるかのような恣意的な内容を含む情報操作が、投資銀行部門の投資アドバイス担当者のさし当たっての仕事に入り込むことにならざるをえない、という問題もある。さし当たってと言うのは、投資銀行部門の投資アドバイスには、次に見るように、さらに、得意先顧客の機関投資家のみを利し、一般投資家を軽んじる傾向が認められるからである。

「確かに、CNBC〔合衆国の民放テレビ局〕は、ペンギンに擬えて、意見をコロコロ変えるアナリストを戯けて槍玉に挙げました。しかし、私が見るところ、1990年代後半を通して、価格が上がり過ぎた問題のある株式を、与えられる情報の少ない個人投資家に向けて、CNBCの行為以上に、売りに走った有力な機関投資家はいなかった。ところで、強気筋による誇大広告と格付けの間には深い関係がある。株式を誇大広告することはCNBCにとって常に利益であったが、それは株の上昇が放映の視聴率を上げることを意味したからである。

要するに、一般にメディアは、株式市場について懐疑的な分析を行うことなくやり過すことで、一般投資家を助けるべく期待された義務を怠った。結局、投資銀行の仕事は売ることには尽きる。だからこそメディアは詳細に調べ上げることが要請される。もし、政治報道記者が議会对して批判的であったなら、実際にはそうならなかったが、見込みは薄い、バブルが〔あれ程まで〕膨張することがなかった可能性がないとは言えない。数多くの懐疑的なジャーナリストは、バブルの時代に、その仕事ぶりを大いにほめたたえてもらわなければならなかったはずである。しかし、多くは…株式のセールスマンを後押しする単なるチアリーダー役になっていたことを恥じなければならなかったのである。ウォール・ストリートの実意を受け、損失を被らないようにしているのは機関投資家であ

り、対価を支払わずにテレビなどで聞いた話を基に投資を行っている個人投資家だけが不満を口にする」⁽⁷⁾。

確かにここでも指摘されるように「CNBCは株式市場のブームを生み出し作り出すことはできないが、それを永続化し、増幅することができる。生物学から言葉を借りれば、投資の連鎖を引き起こす伝播機構として〔報道〕ネットワークは機能する」⁽⁸⁾。

あるいは、先に見た別の議会資料では、次のような証券アナリストの行状が懸念されている。

「…機関投資家の中には取引初日に株を売ってしまうものもあり、また逆にその他の機関投資家や内部者には、投機を続けるのを止めるものもいる。他方、個人投資家はしばしば貧乏くじを引かされる。彼ら個人投資家には、初公募の株を長く保有すべきであると信じさせられている者もいる」。

「弱気相場が長引くリスクは決して大きなものではないことをわれわれの分析は示しているが、しかし、ウォール・ストリートが、市場から退出することこそ最大のリスクであるかのように述べ、株式市場の資産の殆どを保有し続けるようわれわれを促す点はわれわれの懸念事項である」。

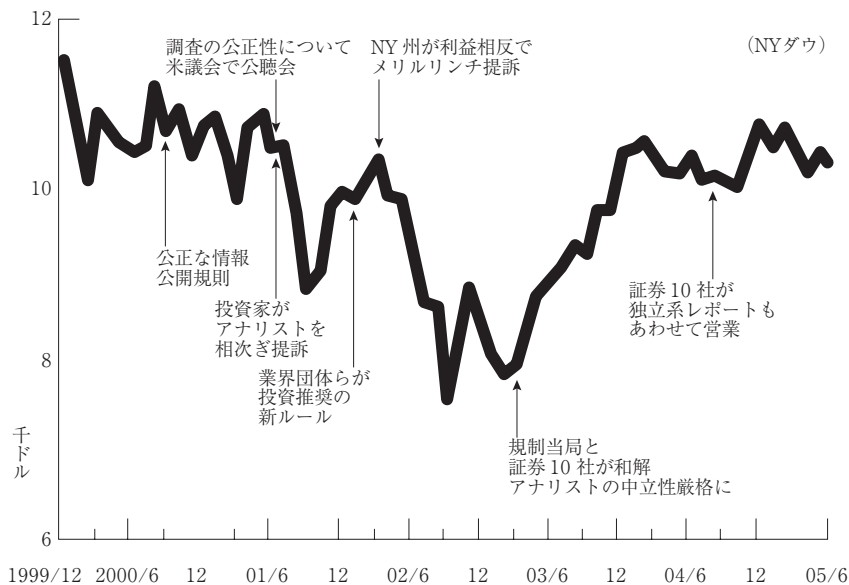
「われわれが疑問に思うのは、戦略家があたかも客観的な意見を述べているのかの様に、公に強気相場見通しの言説を行ってよいものかどうかである」。

「長い間認められてきたチャイニーズ・ウォール（部署間情報規制）のような現行の安全装置〔企業の非公開情報を知りうる立場にいる引き受け部門と投資家に銘柄選定のアドバイスをする営業部門の間に情報の壁をつくるため管理体制を徹底するなどの対策〕は非効率で機能していない。最近の2つのニュース記事は、ウォール・ストリートに関する問題に光を当てている。内ひとつは、Gretchen Morgensonがニュー・ヨーク・タイムズの2000年12月号に、「どうしてうまく行かないのか」という表題で掲載

した論文で、それは、実に洞察力に満ちた内容のものとなっている。彼の書いた記事(…)は、アナリストの分析の客観性に関して連邦議員達が読むべき優れた教本となっている。その論文では、急落する株価と急激に悪化する業容に直面しながらも引受企業が発行を引き受けた会社の株の購入を推奨する高姿勢のアナリストの事例が紹介されている。Morgensonは、例えば、(Morgan Stanleyの) Mary Meekerが平均して83%も値が下がった11種の株式の格付けが上がり主張した事例を報告している。Morgan Stanleyは、それら11の会社の内、8社の株式の発行を引き受けていた。Morgensonによると、Salomon Smith Barneyの高名なアナリストであるJack Grubman(彼は、通信業界において大きな影響力を持つブローカーとして、以前にビジネス・ウィークに寄稿した論文で称讃を受けた)は、Salomon社が引き受けた11社の小規模な企業の株式の格付けを、株価が77%下落した後初めて下げた。それは

ど高い評価を受けている証券アナリストが何故、彼らが従う会社の成果についてそのような誤りを犯すのか。Morgensonの論文に登場するTrust Company of the Westで資産配分に当たる首席投資責任者であるStephen Abramsは、アナリスト達は彼等が所属する企業が扱う引受業務の恩恵を受けていることを示唆する。Trust Company of the Westは、800億ドルの資産を運用する高い評価を受ける機関投資家管理会社である。Abramsによれば、調査分析専門家は、所属事務所が係わる会社の財務部が優れていることを熱心に宣伝してきたし、さらに、彼らが従事する会社の公式見解の広報者でもあった。彼らは調査を行わないのみならず、株式価値の決定プロセスを跡付けもしない。Morgensonは、Zacks Investment ResearchのMitch Zacksの言説を、次の点を示唆する言葉として引用している。即ち、アナリストを解雇の憂き目に遭うようにするためには、顧客会社と既存の投資銀行との関係に打撃を及ぼすようなことをすれば

図表3. 「アナリストの公正さと中立性がずっと問われてきた」



典拠：2005/6/28『日経金融新聞』1ページ「米国発 追跡ガバナンス改革 第3部 苦悩続くウォール街 企業との距離 模索」

よい。あるいは、将来に互る投資銀行と顧客会社の関係を壊してしまえばよい」⁽⁹⁾。

上記のように、2001年半ばに、調査の公正性・中立性が、議会公聴会が開かれる等して公の場で問われることになった証券アナリストであるが、彼等は、今なお顧客企業との適正な距離を測りかねている。調査対象である企業側の意向や、自らの所属する証券会社の利害得失に左右されない公正な投資判断を下すにはどうしたらよいのか。企業統治のあるべき姿を求めて模索が続く。第一線で企業を分析する証券アナリストが厳しい意見を出せば市場の声となり、企業へ改革を促す契機になる。そのはずが、ネット株バブルの崩壊や会計不祥事には警鐘を鳴らせなかった。証券アナリスト改革は、投資部門との距離をどうするかを問うものであった。それは、投資銀行部門の顧客でもある企業と証券アナリストが距離をどう保つのかを模索する改革でもあった。経営トップの報酬を調べ上げる等、以前なら想像もできないような物差しも導入された。改革に向けた努力は前進したかにみえる。しかし構造的な問題は解決していない。今なお証券アナリストは企業と良好な関係を築きたがるという。

一連の改革で、各社は証券アナリストの報酬が投資銀行部門の業績に左右されない体系に改めた。例えば、米証券アナリストの業界団体、米国投資管理調査協会（Association for Investment Management and Research: AIMR）は、2002年4月に、アナリストの中立性を高めるための新ルール案を纏めた。それは、証券会社に対し、アナリストが受け取る収入を企業調査による報酬に極力限定するとともに、社内に調査結果の独立性を正当に評価する制度を導入することを求めている。AIMRは新案を米証券取引委員会（SEC）に提出し、アナリストの独立性を巡る問題として、投資銀行業務の利益に相反するレポートなどを公表すれば、待遇面で不利になりかねないとの不安がある点を指摘した。さらに、仮に投資銀行部門からの報酬を得た場合、その割合も開示すべきであり、少なくとも

アナリストが関与した取引案件の金額と無関係でなければならないと主張している⁽¹⁰⁾。

また、ニューヨーク州等に最も厳しく追及された証券会社で、花形アナリストがネット株を表向き買い推奨する裏で、「クズ株」などと扱き下ろしていた電子メールが暴露されたMerrill Lynch & Co., Inc.は、投資銀行寄りという負のイメージを振り払うには、最早調査の質を高めるしかないとして、「キャッシュ（現金）・イズ・キング」と題した2004年9月9日のアナリスト・レポートで、通信大手Sprint Corp.を題材に、もし事業の分離（スピノフ）に踏み切った場合、企業価値がどれだけ大きくなるか、を現金収支の見通しに、現金での還元を求める株主の視点を交えて洞察し、「こうした潜在的な価値の掘り起こしにこそ調査の本質がある」（プラウニング氏）と自負した⁽¹¹⁾。しかし、証券アナリストの報酬が時に投資銀行部門の顧客でもある企業と接近することによって生まれることに変わりはない。Greenwich Associates社が秘密裏に実施している証券アナリストへの満足度調査がある。重要項目の中に「企業との会合づくり」「業界カンファレンスの主催」が含まれている。調査の腕ではない。投資判断を通じて投資家と企業を繋ぐのではなく、機関投資家に企業を直接紹介する機能の方が時に高く評価されるのである。自前の調査を抱える機関投資家は「証券系に期待するのは投資先の経営幹部に接触するおぜん立て」といって憚らないところさえある⁽¹²⁾。それゆえ、企業側がどれだけ証券アナリストの要請に応じて参加してくれるかが、証券アナリストの評価につながるため、当然、企業に批判的な態度は取りにくくなる⁽¹³⁾。

リトマス試験紙のような例があった。AIGへの投資推奨である。2005年、不正会計で経営トップが辞任に追い込まれ、AIG株は急落した。同年6月初めの時点で「売り推奨」していたのは証券・調査会社20社中2社だけであった。しかも2社とも独立系で、証券系はなかった。投資銀行部門を持つ証券系には無理である。一方で企業統治に敏感な機関投資家は、証

券アナリストを飛び越えていく。カリフォルニア州教職員退職年金基金 (CalSTRS) は新たな企業統治型ファンドの準備に入った。7月の投資委員会での稟議に備え、声を掛けたのはウォール街の証券アナリストではなく、独立系の調査会社や運用会社のみである。埋もれた企業の発掘こそ証券アナリストの醍醐味のはずである。しかし大手証券は中堅・中小企業を調査の網から外す方向にある。改革の趣旨は必ずしも生かされていない。2005年現在、投資銀行部門の利益が証券アナリストの判断に与えた影響に注目が集まった米証券アナリスト改革であったが、根本で問われたのは、企業の本質的な競争力を見いだす「調査の質」である。しかしながら、4半期毎の業績結果を追う過度な短期志向への批判はやまない。その問題とは、証券アナリストは数字を的中させるのに奔走し、投資家も反応し、それが企業に見えない圧力を掛けるという構図である。裏を返すようなSECの調査結果があった。ダウ工業株30平均採用銘柄の内、1999-2004年で、1株利益が市場の予想と全く同じか1セントだけ上回る結果になった企業が半数に達したのである。全米経済研究所の調査では、企業の財務担当者の78%が「業績見通しを達成するために将来の重要な経営判断を犠牲にすることがある」と答えた。長期的な視点で分析する手法への転換は、一連の改革では見えていない。

むしろ変化はウォール街の外側で起きる可能性がある。社会的責任や企業統治など「非財務」を看板にした調査会社が勢力を強めている。「受託者責任に対する意識の高まりに伴い、年金や労働組合からの調査請求が着実に増えている」(KLD Research & Analytics, Inc.)という。さらに、ツイッター等のインターネットを通じたソーシャル・メディアの普及によって、企業に関する匿名での情報が発信されると、それが一気に拡散する傾向が強まり、そのやり取りの一部始終が公の場で見えるようになってきたため、「非財務」的な調査を待つ間もなく、企業は、否応なく常に消費者の評価と

向き合いながら危機管理を怠ることが許されない時代を迎えているのである⁽¹⁴⁾。

以上は投資銀行部門 (セル・サイド) と係わる証券アナリストの利益相反を巡る問題の状況である。逆にバイ・サイドに立つファンド運用会社と顧客との利害のありうべき不一致の問題の場合、運用成績よりも運用資産額を反映した報酬体系にその原因がある⁽¹⁵⁾。ファンド運用会社に支払われる報酬は、一般的に、運用資産額に一定率を掛け合わせた金額である。言い換えれば、手数料は運用成績の良し悪しではなく、どれだけ金額を運用したかで決まる。このことは、資産運用ではなく、資産獲得を奨励するように、業界全体の経済モデルが設計されていることを意味する。そして、運用資産を獲得するには、投資手腕よりも、宣伝や販売手数料等、様々な活動を繰り出す方が効果的である。また良い仕事をしたいと真剣に願う資産運用マネジャーがいるという事実は、そのポートフォリオ・マネジャーの人柄の証しである。しかも、そうした善意のポートフォリオ・マネジャーに恵まれたとしても、良き株主として行動するよりも、株式を売買して運用成績を上げる方が魅力的な業界構造になっているのである⁽¹⁶⁾。

(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

さらに、殆どの証券アナリスト達に共通する問題として、私的情報をカバーする担当先企業に関する良好な情報にのみ偏向して解釈・提供する傾向がある。しかも証券アナリストの助言を受けたポートフォリオ・マネジャーは他のマネジャーとの比較で「評価されるので、他のマネジャーに追随する傾向が強くなる。というのは、彼らが孤立して良いアイデアを見つけることは顧客にあまり評価されず、儲けが出そうな集団的な動きに参加しなかったことを責められがちであるからである」⁽¹⁷⁾。そこでは情報は選り分けられ、特にいわゆる高原景気状態では、それに相応しくない情報は度外視される。そうした姿勢をまた好んで受け入れる心理、それが認知的不協和の緩和である。既に見たよう

に、人間は、心の中に矛盾する2つの認知があると、不協和即ち不快感を生じる。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、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。即ち、不快な材料（知識）は物理的に正しくても投資家の意識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。むろんその時形成される相場そのものに関する確信の状態を投資家間で一様に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、転換点を越えて多数派形成が確実になった時には、確信に近い心理状態が市場で広がり、そして、期待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る結果、蓋然性と共にその論証の重みも同時に高くなり、それゆえ、高揚する期待が市場で共有され始める時、Keynesが*QJE*で指摘した既述の慣行的判断 (*conventional judgment*) ないし (模倣) 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、第3章(a)で指摘したように、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 (模倣) 慣行の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。以上から、認知的不協和の緩和こそが、模倣慣行に支えられたRundeの条件の格好の要因となることが分かる。また逆に、認知的不協和の緩和の機能をフルに生かす要件がRundeの条件であるから、両者は謂わば相互的な関係にあることになる⁽¹⁸⁾。そしてその場合には、既に序章で見た通り、認知的不協和のための反対材料の市場での強力な排除が、Rundeの条件を満たし、模倣を合理化する確信の自己実現の働きによる共通意見が形成される結果、フランス学派の言う鏡面反射的な投機家間の期

待相互の読み合いを押し止め、David Lewisの指摘通り通常の間人にとって可能な上限である3次元の期待形成、即ち「平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているか」についての予測の付近で読み合いを打ち切ることが可能となり、後には模倣だけが続くことになろう。こうして、認知的不協和の緩和要因こそが、投資家相互間の期待の読み合いの打ち切りの要件となっていることが分かる。即ち、第2章(b)で述べたように、認知的不協和の緩和要因の存在は、相対する期待の一方を半ば強引に否定し、相互的な期待形成を終え、残る需給の一方に期待の多くを集中させ、多数派形成を助けることになる。

(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

ところで、投機的判断の主観性と客観性の分別は一意的に可能になるわけではなく、相場の過程によって変わってくる。まず、ある種必然的な強気相場の形成期では次のように、情報は極めて主観的に投資慣行に利用される。複数の情報が当該相場において存在する場合、投機家はそのストレス下で醸成される同調の支柱となる情報と相反する否定的な情報解釈を排除するであろう⁽¹⁹⁾。このように同調の際には、相反する客観的事実を否定する場合もあるという意味で、その判断は本来主観的たらざるをえない。また株価が上がるから買う、下がるから売るといったポジティブ・フィードバック取引では、ファンダメンタルズの情報ないしその解釈を離れた他人の行動そのものが意思決定の際の判断要素になる。この他人の行動の模倣では、その行動を後押しした確固とした情報もない。この意味でも主観的である。しかし他人の行為の模倣がほぼ確実にキャピタル・ゲインを約束する場合、言い換えてRundeの条件が満たされる場合には、ポジティブ・フィードバック取引は合理性を帯びてくる。同調がほぼ確実にキャピタル・ゲインを保証するという意味で、相互依存的な投資は、それがファンダメンタルズを

全く離れる場合でさえ、客観的な合理性を帯びてくるわけである。それは、上げ相場の場合、大なり小なり、後のバブル崩壊で明らかになるように、事後的には砂上の楼閣ともいべきものではある。だがそれは同時に、強気相場が投資家に半ば強要する投機の連鎖によって支えられ、具体化する現実を反映した、投資市場でしか見られない特殊な客観的現象であるといつてよい。その「客観性」と、他方のファンダメンタルズとの間の大きく乖離した関係が市場で問い返される瞬間が、強気相場末期にいよいよ訪れる。その問い返しが投資家層に拡散し、一度株価が下がれば、模倣慣行はその脆さを露呈し、大幅続落となる。

そして、この時、市場か、市場に代わる公的権力が株式資本を吸収する能力を持っていないければ、資本全体が固定化されたまま、株価は暴落してしまう。だからこそ、そこに注入されるべき流動性でこそ、株式資本全体を引き受けるという金融共同体の暗黙の約束が担保されなければならない。これが外生的な流動性が支える保証の本質であろう。誰もが証券を自由に売買できると感じるのは、最悪の時には実質的に市場に代わって公的権力が全ての既発証券を吸収してくれると知っている場合のみである。「この約束は誰も個人的に請け負っていないのに成り立っているという意味で非常に特異な性質を持つ」。危機の時市場は資本と縁を切ろうとする。従って、「1987年10月〔や2008年9月〕の危機のときのように、状況を立て直し信頼を回復するために、通貨当局の行動が重要になる。裏を返せば市場の内生的自己調整は不完全にしか機能しない…。それゆえ、「…金融共同体は公的権力の助けを仰がざるをえないのである」。「…流動性には、資本全体を引き受けるという金融共同体の暗黙の約束が必要なのである」。そして、「流動性が機能するためには、価格に対するある種の」確信「が必要となる」⁽²⁰⁾。それが、第2章(a)で少しく触れた株価の正規性のコンペンションである。これについては本節で後に再説することにしたい。

先のLehmanショックに象徴される金融危機に即して観察するならば、以上は次のような経緯を指す。この金融危機を深めた大きな要因は影の銀行の拡張である。「影の銀行は金融仲介の長い連鎖で垂直的に統合されている。その連鎖を仲介するのは証券化商品、ABCPの様な担保付きの資金調達手段、債務担保証券、及びレポである。この金融仲介の連鎖が影の銀行をネットワーク内に結び付ける。これが影の銀行のシステムである」。「この〔2000年に入って以降の〕10年間に互って、影の銀行は、不透明で、リスクの付随する、長期的な資産を、貨幣に近い、一見した所ではリスクのない短期債務に転換して来た。償還期間と信用量の影の銀行における変換は、それゆえ、金融恐慌に先立って、住宅市場及び商業用の不動産市場における資産バブルの膨張に大きな影響を及ぼした」⁽²¹⁾。1900年代の伝統的な銀行システムにも似て、2000年代の影の銀行システムは、金融商品・債権の満期、信用供与、流動性の度合いを変換する作業に深く関与したが、それは脆さを抱えていた。例えば、証券会社（ブローカー1）が長期証券化商品である資産担保証券（ABS）に投資を行い、そのための資金調達を投資信託（ブローカー2）からABSを担保にした短期融資のレポによって行っていたとする。ここでの貸借では影の銀行システムが成り立っている。この影の銀行システムでは新たな流動性リスクが存在する。ABSの評価が下がった場合に、投資信託はレポの担保として受け付けることを拒否したり、ヘアカット（担保設定の際に担保の損失リスクを明確にするため、差し出された株式の市場価値や債券の額面額に対して設定される担保の掛目、即ち担保価値の削減率）の増額を要求したりするからである。長期の投資を短期の融資で調達している証券会社はそのため資金繰りに詰まる。この時、証券会社が採れる自己防衛の行動は保有する流動性の高い証券を売却することである。それゆえ、資産の流動性が減少した時、危機が生じる。サブプライム危機の発生前、多くのブローカー等は、保有資産

にCDSで保険を掛けることで流動性を確保していた。だが、危機が発生してからは、CDSそのものがシステミック・リスクの契機に転じてしまった⁽²²⁾。これを受けて連銀は次の4つの方法で流動性危機に対応した。①ブローカー2に代わって、ブローカー1への貸し出しを行う（長期資産担保ローン制度：Term Asset-Backed Securities Loan Facility: TALF）。②ブローカー1の保有証券をより流動的な証券（国債）とスワップする（Term Securities Lending Facility: TSLF）。③ABSの市場価値を上げて、ヘアカットの上昇を食い止める（ABSの直接購入）。④CDSを大量に売っていたAIGが危機に陥った際に実質国有化する。影の銀行への取付け騒ぎは2007年夏に始まり、Lehman Brothers Holdings Inc.の倒産（Lehmanショック）でピークに達したが、しかし、これら一連の公的流動性の付与と信用保証等の後に安定を見た。2010年以降、連銀は、漸く通常の、長期国債の買いオペによる量的緩和策に転じている⁽²³⁾。

ここでは、ファンダメンタルズを離れた投資動機の客観的な合理性が生まれる場合があること、また、投資市場で相場が交替する場面においてその「客観性」とファンダメンタルズとの間の乖離が市場で問い返される瞬間が訪れること、危機の時期には状況立て直しのための通貨当局の行動が必至であること、以上の3点に留意して議論を先に進めよう。

強気相場の終期直前においては、行動方式を決定づける上で、Keynesはそうは呼んでいないが、事実上、僅かながら「論証の重み」を付加する事実命題となる僅かな証拠でも無視できず、重視しなければならないような事態が表面化することになることに注意しておくことも必要であろう。ここに「事実上」と留保するのは、以下に引くKeynesの2つの文章のひとつでは、「論証の重み」の理論の実際の意義が疑問視され、もう一方では「論証の重み」という概念そのものが登場していないためである。しかながら、直ぐ後に見るように、後者の理解を深める上でも、「論証の重み」の理論は、有用である。

まずは、Keynesの「論証の重み」についての次のような懸念を見てみよう。

「論証の「重み」と論証の「蓋然性」とはそれぞれ無関係な性質であるという…結論は、蓋然性を実際に利用する議論にあるいは困難を持ち込むことになるかもしれない₁（第26章第7節も参照のこと）。それは、行動方式の決定に当たっては様々な期待の蓋然性に加えて、重みを考慮すべきであると考えることが自然に思われるからである。しかし、このことをはっきり示す例を考えることは困難である上、私には「論証の重み」の理論が大きな実際の意義を持つことが確かであるとも思われない」⁽²⁴⁾。

これは次のような問題に即した躊躇いであろう。最も基本的な重みに関するKeynesの考察、即ち、重みの比較に関する第2の命題として、 h_1 が無関連である場合には、 $V(a/hh_1) = V(a/h)$ となるが、そうでない場合には $V(a/hh_1) > V(a/h)$ となる⁽²⁵⁾が、しかしこれには次のような反証事例がある。即ち、仮に独立した前提命題が増えていって重みが増す場合でも、少ない前提命題の方の中の一つに強い影響を受ける可能性を否定できない、というのがそれである。

おそらくはこうした事情に鑑みて、Keynesは次のようにも述べる。

「ここでの関連で言えば問題はこういうことになる——仮に2つの行動方針の実現する蓋然性の度合いが等しいとすれば、その選択に当たって基礎としている知識の総量の大きい方の行動方針をわれわれは選ぶべきであろうか。

私にはこの問題は極めて厄介なもののように思われるし、それについて役に立つことを多く語ることは困難である。しかし、実際に決定を行うに当たっては蓋然性の実際の大きさもさることながら、その蓋然性が根拠としている情報がどれほど全面的なものかということが大事のように思われる。蓋然性を判断する場合には持っている全ての情報を考慮に入れなければならない

というBernoulliの原則。(『推論の技法』(Bernoulli, *Ars Conjectandi*, p.215). 「あれやこれやの論拠を考量するだけでは十分ではなく、われわれが認識できるようになる、そして何らかの仕方で事物の蓋然性を求めることに役立つように思われる全ての論拠を探究すべきである」)は、たとえ可能な限り全ての情報を得なければならないというLockeの原則。(『人間知性論』(Locke, *Essay concerning Human Understanding*, Book II, chapter XXI, §67). 「自らが能くする極限まで知識を持つことなく判断する者は誤って判断することを免れることができない」)によって補完されるとしても、完全に満足できるものとは思えない。ひとつの代替的な行動方針について利用できる情報がどうしても僅かである場合、そのことが全く無視されるべき問題であるようにとは思えないからである⁽²⁶⁾。

これは例えば、強気相場を巡る論証の重みが、現物取引の増勢、(指数等各種)先物による投機やヘッジの増勢等の結果、増した場合でも、そこに潜む、相場の反転を象徴する反抗的投機や戦略的投機の可能性といった事実命題によって、確からしさに乏しさが生まれて来る強気相場の終期直前に相応する事態である。

そして、そうした投機的な問い返しが現れる場合でも、その背景となるファンダメンタルズの状況が大勢の投資家各人の頭中において正確に捉えられているわけでは必ずしもないから、Keynesの指摘通り、情報・知識が双方においてそれぞれどれほど全面的なものかを判断し、各々の蓋然性を判断する場合に、その全てを考慮に入れることそのものが難しい。加えて、Keynesがその理由として挙げたように、ここでは問い返しの僅かな要因であり、従って、先に筆者が指摘した、僅かながら「論証の重み」を付加する事実命題となる証拠そのものが間違いなく無視出来ない程重要ではあるものの、しかし不確かなケースが多い点も、先のKeynesの戸惑いを考える場合、重要であろう。

例えば、合衆国内の株価に関連が深い金利水準やドル相場を決める諸要因の構造は、今日では、国内政治経済事情に限らず、合衆国の一部中東諸国との旧来の関係に加え、シリア、イラク等中東域の内戦に乗じて台頭したイスラム過激派組織「ISIL」との確執、あるいは、中国＝ロシア、中央アジア、アフリカ等の新たな各枢軸との対抗・協調関係、G20内部におけるEUの盟主ドイツとの間の政策的連携の如何等々、合衆国の世界覇権の後退ないし多極化(さらにはGゼロ)に係わる不透明かつ奥深い背景を持つ。Keynesが気に掛けた代替的な行動方針について利用できる情報がどうしても僅かである場合、そのことが全く無視されるべき問題とは思えないケースとは、例えば以上のような株価に係わる諸要因それぞれの構造的な不透明さにまつわるものと考えられる。もしそうであるなら、知識の総量の比較そのものが必ずしも可能とならない場合がこの世界では少なからずある、ということになる。

そして以上のように見てくると、Keynesが先に戸惑っていた事柄については、今のところ解答する術がないというのが実状で、問題として残しておく他ないように筆者には思われるのである。

ところで、先に述べたような、専門家でさえ確かな判断に窮する状況を客観的に把握することは、個人投資家はおろか、ポートフォリオ・マネージャーでさえ、不可能である。そのため、テレビ、新聞、ネット等で、株価に及ぼすファンダメンタルズの影響の特定の作用の径路を巡る情報が流される時、それに対する大勢の他者による反応そのものが投機の判断要素となる。これは、暴落時に限って言えば、パニックを引き起こすほどのファンダメンタルズの変化がない場合でも、大勢がパニックを呼び起こすものと各人が考える時にパニックが自己実現すること、そのことを知っている投資家は暴落の前に損切りしようとする結果、皆の予想通り暴落は自己実現することを示唆する。それゆえ、根拠のない暴落は起こりうる。悪化するファン

ダメンタルズと相場の乖離が認識されて、株価が下がるという理解は一見正しいかに見えるが、それは現実とはかなり様相を異にする。ブラック・マンデー時に、Shillerが列挙したドル不安、及び金利、特に長期金利の上昇懸念等の要因ではなく、株安そのものを恐れて機関投資家を含む投資家一般が株を一斉に投げ売ったという事実はこの理解と符合する。

Keynesは、投機の本質的な特徴が、手にしている知識上の優劣にある旨を、1910年に書き残した講義ノートで指摘しているが⁽²⁷⁾、上の期待の自己実現に関する議論でも分かるように、市況の行方が模倣を正当化するような状況では、模倣慣行に関する知識そのものが広く行き渡ってRundeの条件が満たされることによって、誰もが、上げ相場の場合はむしろのこと、下げ相場の場合でも、後の買いに先行した(空)売りによって、キャピタル・ゲイン獲得の機会を利用できるので、保有する真の知識面での格差は当面然程重要ではなくなる。だがファンダメンタルズを知識として確実に押さえる機会を有しうる巨大機関投資家や少数の大規模なヘッジ・ファンドは、慣行の脆さを知っているため、キャピタル・ロスを被る以前に都合良く売り抜け、あるいは他に先んじて売りに入っていた場合には買いに移る時機を比較的良く心得ているかもしれない。そしてその時期が来れば、手にしている真の情報面での格差が再び問題になってくることになるかも知れない。それは、特に、強気相場の最終局面における投機の成否の条件となってくるからである。だが、ブラック・マンデーを含めたこれまでの近時3度の暴落では、機関投資家も個人投資家も押し並べて、ファンダメンタルズの認識を踏まえた判断から遠く離れて、狼狽した投げ売り、あるいは他者の狼狽・パニックを恐れた投げ売りを行っている。Keynesが先の講義ノート上で重視した投機における知識・知恵(knowledge, wisdom)は大多数の投資家において活用されることなく、パニックはいずれもが自己実現的に生じている⁽²⁸⁾。

模倣慣行的投機を後押しするバブル形成の強力な一因であるとともにその劇的な崩壊の要因とし

ては、ブラック・マンデー時に弊害となってしまったポートフォリオ・インシュアランスによる損失回避行動もまた指摘しておかなければならない。この戦略を採用した年金基金のポートフォリオ・マネジャーがこの相場上昇の時期に普通株に大量に投資した結果、ファンドに顕現するリスクを増加させたからである。しかしもとより、ポートフォリオ・インシュアランスが流行った理由は、それを使えば、株式を迅速に売ることによって、相場下落の影響を和らげることができると考えられていたからである⁽²⁹⁾。それが幻想であったことは少し後に述べる。

先の例とは逆になるが、特に買いが買いを呼ぶ期待の自己実現の論理が支配する傾向が強いという現実には、株式市場の主要な主体が莫大な資金を運用する巨大な機関投資家である場合にも変わらない。加えて、機関投資家と一般の個人投資家の手にしている情報も、実のところ大差ない。1910年にKeynesが講義ノートを記す際にイメージしていたような投資家間の保有する知識の上での格差は然程大きくはないのである。後のKeynes自身、『貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』で、「比較的遠い将来に関する知識の欠如は、最も事情に通じている投資家の場合でさえ、その持っている知識の量よりもはるかに」⁽³⁰⁾大きいと指摘し、『一般理論』で、「普通の素人投資家よりもすぐれた判断と知識を持つ専門的な玄人筋の間の競争は、孤立した無知な個人の気まぐれを修正すると考えられてきたかもしれない」が事実は異なると指摘するようになる⁽³¹⁾。その事情は今日でも変わらない。合衆国では、専門的知識の豊富なインベストメント・アドバイザーの組織で務めるポートフォリオ・マネジャーの行動でもわかるように、機関投資家であっても素人の個人投資家とあまり変わらず、特別に入手可能な情報を持って市場を牽引しているわけではない。「殆どの機関投資家が個人投資家と同程度にしか市場水準について手掛かりを持っていないことは、殆ど知られていない」⁽³²⁾。機関投資家はまた、投資先会社に関する内部情報に通じているわけでもない⁽³³⁾。従っ

て、ファンダメンタルズに関する情報の保持については、大規模な機関投資家あるいはその資金運用を預かるポートフォリオ・マネジャーが必ずしも優位に立っているわけではない。先に見た株価暴落時の個人投資家と同様の機関投資家やヘッジ・ファンドの投げ売りは、期待の自己実現とともに、両者間の手にしている情報・知識面での格差が想像しているより遙かに小さいことを示唆しているものと考えられる。

但し、一口に機関投資家という場合でも、短期的視野からの投資に拘束されるミューチュアル・ファンドとは異なり、長期的な視野から巨額の資金運用を預かる合衆国で最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)に代表される企業ガバナンスに積極的に係わりとする「物言う」巨大機関株主の中には、本章(a)で議会公聴会資料によって既に少しく見たように、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⁽³⁴⁾超富裕層と同等の地位にある巨大銀行持ち株会社と取引関係を持つ機関投資家もあり、中でも、バイ・サイドに立つ一流で最も頭の切れる(best & brightest)ポートフォリオ・マネジャーと投資運用の契約を締結することのできる機関投資家は、他方でセル・サイドに立つ当該巨大銀行持ち株会社の投資銀行部門が雇う証券アナリストの情報提供を受けて証券を購入するだけでなく、一般投資家と隔絶した、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得ることができる存在であることは、紛れもない事実であろう。

しかし、機関投資家そのものが企業の内情にまで通じた情報を有してはいないことは今し方Jacobyの文献に拠って見た通りである⁽³⁵⁾。それゆえ機関投資家の多くもまた、プライス・リーダーシップを発揮する一部例外的な存在を除いて、ポジティブ・フィードバック取引に依存して模倣の連鎖を形づくる存在に過ぎない。いわゆる高原景気状態において、その傾向は特に甚だしい。それが投資市場における「慣行」の実状

であろう。そして、もしそうなら、それは、真の長期期待(genuine long-term expectations)⁽³⁶⁾の形成から逸脱した「慣行」の頼りなさを示している。このように長期期待の形成を離れた本来短期的な他者依存的な、あるいは頼りにならない脆弱な慣行の基礎にも拘わらず、市場で相場が大きな騰落なく、緩やかな上昇・下降カーブ基調を描く背景には、次のような逆説がある。即ち、長期期待の形成を離れた本来短期的な他者依存的な、あるいはフランス学派的ないわゆる間主観的な投機行動こそが、市場全体に渡るキャピタル・ゲインに寄せる期待の広がりによる模倣の連鎖をもたらし、その結果として、本来頼りない慣行が長期間継続するという逆説である。このようにして、機関投資家によるポジティブ・フィードバック取引、即ち、売り買いいずれかの趨勢が僅かでも現れた場合、その趨勢を利用してキャピタル・ゲインを得ようとする取引が活発になるものと考えられる。Shillerは、価格変動そのものが専門的な投資家の売買を左右している場合が多いことを実証し、とくに株価が急騰している最中では、その傾向そのものが買いを誘う、と述べる⁽³⁷⁾。John R. Nofsinger, Richard W. Siasによる研究(データ区間:1977-1996年)もポジティブ・フィードバック取引の傾向を明らかにしている⁽³⁸⁾。またJosef Lakonishok, Andrei Shleifer及びRobert W. Vishnyは、ポジティブ・フィードバック取引は小型株について認められるが、大型株については明確には確認できないと推論するが、同時に、一日、一週間という短期について調べれば、ポジティブ・フィードバック取引が確認できるかもしれないと留保している(データ区間:1985-1989年)⁽³⁹⁾。これと同様、ミューチュアル・ファンドについてポジティブ・フィードバック取引を確認した研究(データ区間:1975-1994年)としては、Russ Wermers(1999), *op.cit.*, pp.581-622がある。同研究もLakonishok達の研究と同様、大型株・中型株についてはポジティブ・フィードバック取引が確認できない点を併せて指摘している。但し、株価が一途に成長し

たと推測される全米経済研究所の景気基準日付で見て1982年12月以降1990年6月迄、及び1991年4月以降1994年迄⁽⁴⁰⁾にデータ区間を限定すれば、需要の増勢を追って買い進めばほぼ確実にキャピタル・ゲインが得られるので、ポジティブ・フィードバック取引の傾向が顕著に認められる推定結果となるであろう。

だが、先に見たように情報面で確固たる地位にない機関投資家も、例えばミューチュアル・ファンドがそうであるように、規模が大きいだけに、その模倣は、上で見た研究におけるデータ区間から外れたバブル崩壊期、それに続く不況期もしくは初期相場では、ファンダメンタルズの動き以上に徒に相場の動きを強め、市場を結果的に不安定にする場合もあろう。その論理をBenjamin M. Friedmanは次のような市場における流動性に纏わる幻想との関連で解き明かしている。

「…簡単な〔統計的頻度安定の法則の〕論理に立つ場合には⁽⁴¹⁾、1987年の株価暴落を例外として、株式市場がより不安定になったことを示す証拠はほとんどない。SECによる「機関投資家の研究」は、1960年代末時点でこの問題を考察しているが、その時点から遡る10年間における取引の急速な機関化の結果として、市場が実際に、一層不安定になったという事実は見出せなかった。その後の調査研究もこの結論を支持している。

しかしながら1987年10月の市場崩落は別問題である。Brady特別調査団は、10月19日に生じた取引の大部分は比較的少数の機関投資家が一齐に実行した売りによるものであったと報告している。例えば、当日取引引きされた直物と先物を含む総量約200億ドルの内、たった1つの機関投資家が13億ドルの株式を売却し、別の機関投資家は7億ドルの先物を売却している。こうした機関投資家の取引活動は「集中が不安定さを増幅する」という議論のまさに核心を成す。

1987年のあの日に生じた問題のもう一つの別の側面は、最初の価格下落が、事前に

「ポートフォリオ・インシュアランス」の枠組みによって仕組まれたプログラム取引実行の引き金になった時、多くの他の機関投資家がこれに〔素早く〕反応した——あるいは取引を実際には実行することができなかったものの、多くの場合に反応しようと試みた——という事実である。実際この「ポートフォリオ・インシュアランス」は現実にはありえない流動性の幻想を生み出した。投資家はその幻想の故にこそ、相場が絶頂に至るという予想によって事前に資金を引き揚げるよりは、一度価格が反転下落して〔からでも損失を軽度で止めて安全に〕資金を引き揚げるができるという想定に基づいて、市場に留まったのである。その結果ピークが度を過ぎると、その後は続落という事態が生じた。こうした問題は、明らかに機関化に関連するが、しかしそれは、初めにポートフォリオ・インシュアランスを購入し得た主体が機関投資家だけであったという限定された意味においてのみ関連する問題である。

しかし同じ延長線上に位置するが、もっと別の、直接的な責任を機関化に押しつける議論がある。それは1987年の株価暴落におけるミューチュアル・ファンドの役割に関係している。10月19日の最大級の売り手の幾つかはミューチュアル・ファンドであった。また同様にミューチュアル・ファンドは、それらファンド自体の、殆どが個人からなる株主から受けた買い戻しの指示に簡単に応じていた。ここで興味深い問題は、個人投資家が自身で直接株式のポートフォリオを有していたとして、彼等が行ったであろう買い戻しの量とタイミングが、ミューチュアル・ファンドと同じであったか否か、である。要するに、ポートフォリオ・インシュアランスによって機関投資家の中に生み出された流動性の幻想と同じような幻想を、ミューチュアル・ファンドの利用可能性が個人投資家の中に生みだしてい

たかどうか、である。そしてそうだとし
て、そのことは彼等の取引に同じような形
で影響を及ぼしたか、である。

ミューチュアル・ファンドの役割に関して、
同じ問題が1994年12月のメキシコ・ペソの
下落の後に生じている。同月、Morningstar
Inc.は、ラテン・アメリカの株式だけに特
化して投資した総額33億ドルの資産で16の
ミューチュアル・ファンドを運用していた。
ファンドの投下先証券の多くが実際に
高度に流動的であったにせよ、投資家が自
分達のミューチュアル・ファンドで運用を
特化した保有資産を完全に流動的であると
みなし、それに基づいて行動してしまった
ために、メキシコの株（及び「エマージン
グ・マーケット」諸国の株）の価格の下落
幅がどれだけ大きくなってしまったか、と
いう問題である⁽⁴²⁾。

以上の問題について、核心的なポートフォリ
オ・インシュアランスに関して流動性の果た
した役割を中心に論議するなら、解は、株式・先
物・オプションの価格（あるいは収益率）につ
いての正規性の仮定にある。なぜなら、ポート
フォリオ・インシュアランスの利用の背景には
それら金融商品の流動化が前提としてあり、さ
らにその背景にある仮定としての価格の連続性
仮説は、本章注(43)で見ると、その十分条
件としての正規性仮説と関連しているからであ
る。後者の証明は次の手順を踏む。(1)毎時相
互独立の分布、(2)毎時同一の分布を仮定とし
て前提に置く。そうして初めて時系列の頻度分
布をある時点の生起状態を表す分布に置き換
えることが可能になる。ところが、時系列の頻
度分布が正規分布あるいは何らかの特性を持つ
分布に近似していたとしても、そのことは、毎
時点の価格が当該分布に従って生起しているこ
とを意味しない。両者は無関係な事柄である。諸
要因の変転極まりない影響作用の構造の下で生
じる価格はその意味で繰り返しの効かない歴史
的な事象であり、確率的な現象ではない。即
ち、第3章(b)で既に述べたように、独立試行

の不可能な社会科学では、先の手続きで必要不
可欠な置き換えの前提条件となる(1)(2)が担保
できないため分布形状は特定できない。

しかし敢えて上の前提条件を無視し、かつ時
系列分布を正規性の分布と見做すとして。そ
の場合、時間的な大きな偏差は稀であるとい
うのが正規性の法則の主要な特性であるから、「…
「連続性」のコンベンションと「正規性」のコン
ベンションを区別する必要がなくなる」⁽⁴³⁾と
Orléanは確率論の土俵の上に立って主張する。
そして、分布の連続性の仮定を前提に置いて
種々の金融商品の流動化を担保することができる
場合には、既に原資産を保有している投資家
は、プロテクティブ・ブット戦略、つまり、
ブットの買いと原資産の買いの組み合わせに
よってコールのペイオフを複製することがで
き、さらには、これを、価格下落時の損失危険
を回避ないしは軽減しながら価格上昇時の利益
を確保しようとするポートフォリオ戦略、いわ
ば損失機会に対する保険としてのポートフォリ
オ・インシュアランスに用いることができる。

確かに、株の売却を開始する下落幅を予め決
め、それが生じた時点で直ちにポートフォリオ
を組み替えるというインシュアランスに依存した
単一の機関投資家の行動だけを考えれば、軽い
損失で切り抜けることができるようにも思われ
る。そこでは、本章注(43)で見ると、 $X = \{X_t\}_{0 \leq t \leq 1}$ を確率過程とし、ある正数 C, α, β があ
って、 $E[|X_t - X_s|^\alpha] \leq C|t - s|^{1+\beta}$ ($0 \leq s < t \leq 1$)
を満たす時、 $X_t - X_s$ がこの仮定さえ満たしてい
れば、確率1でpath（時系列）は連続なmodification
をもつから、正規性仮定は連続性の十分条件で
あるので、もし先の仮定を前提に置くことが仮
に可能であると敢えて考えるなら、連続性が満
たされるので、小幅に下がって売りに出すプロ
グラムを組み込んだポートフォリオ・インシュ
アランスによる損失はごく小さい、ということ
になる。戦略はその意味でまさにインシュラン
スである。しかし同じ行動が一斉に生じれば、
買手と売手のインバランスが大きくなり、売り
注文の約定価格は瞬時にしかも極度に大幅に下

落する。即ち、極端に不利なスリッページの発生である。そこで、流動性はまさに幻想に終わる⁽⁴⁴⁾。問題の10月19日に機関化したミューチュアル・ファンド市場での個人の資金の引き出しの模倣慣行が生じたとするなら、Friedmanの危惧する通りのリスクが具体化したと見るべきであろう。

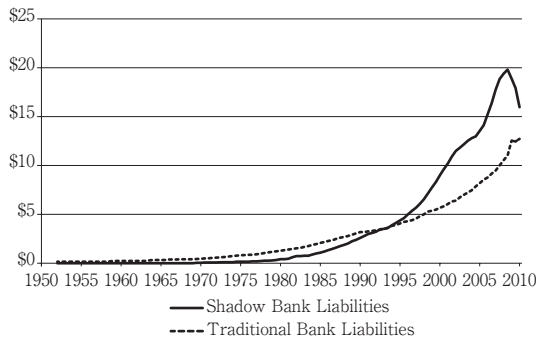
(第6章注)

- (1) Russ Wermers (1999), "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices," *Journal of Finance*, Vol.54, No.2, April, pp.581-622. For this literature review, cf. Richard L. Peterson (2007), *Inside the Investor's Brain: The Power of Mind over Money*, John Wiley & Sons, Inc., pp.238-239 and p.357.
- (2) Harrison Hong, Jeffrey D. Kubik and Jeremy C. Stein (2005), "Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers," *Journal of Finance*, Vol.60, No.6, December, pp.2801-2824. For this literature review, cf. Richard L. Peterson (2007), *op.cit.*, pp.238-239 and p.357.
- (3) Copyright 2001 DCHeMedia, Inc. All Rights Reserved. June 14, 2001, Thursday. SECTION: CAPITOL HILL HEARING TESTIMONY. LENGTH: 28734 words. COMMITTEE: HOUSE FINANCIAL SERVICES, SUBCOMMITTEE: CAPITAL MARKETS, INSURANCE AND GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES, HEADLINE: TESTIMONY FINANCIAL MARKET ANALYSIS ACCURACY, TESTIMONY-BY: DAVID W. TICE, PORTFOLIO MANAGER. AFFILIATION: PRUDENT BEAR FUND AND PUBLISHER OF THE INSTITUTIONAL RESEARCH SERVICE "BEHIND THE NUMBERS". 括弧 [] 内は筆者。
- (4) Frank Partnoy (2003), *op.cit.*, p.117.
- (5) Marc Jarsulic (2010), *Anatomy of a Financial Crisis: A Real Estate Bubble, Runaway Credit Markets, and Regulatory Failure*, Palgrave Macmillan, p.135.
- (6) 2015/2/9 6:00『日本経済新聞』電子版「ソニー、うたげ後を盛り上げるか6400万人」
- (7) Copyright 2001 FDCHeMedia, Inc. All Rights Reserved. Federal Document Clearing House Congressional Testimony. July 31, 2001, Tuesday. SECTION: CAPITOL HILL HEARING TESTIMONY. LENGTH: 2620 words. COMMITTEE: HOUSE FINANCIAL SERVICES, SUBCOMMITTEE: CAPITAL MARKETS, INSURANCE AND GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES, HEADLINE: QUALITY OF WALL STREET RESEARCH, TESTIMONY-BY: ADAM LASHINSKY, SILICON VALLEY COLUMNIST, AFFILIATION: THESTREET.COM. BODY: July 31, 2001. Testimony of Adam Lashinsky Silicon Valley columnist TheStreet.com. House Committee on Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, "Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives". 括弧 [] 内及び傍点は筆者。
- (8) Frank Partnoy (2003), *op.cit.*, p.275. 括弧 [] 内は筆者。
- (9) 本章注(3)の議会公聴会資料参照。括弧 [] 内及び傍点は筆者。
- (10) 2002/4/23『日経金融新聞』9ページ「米証券アナリスト協会、中立性求める案策定」
- (11) 2004/10/7『日経金融新聞』7ページ「変ぼう米証券アナリスト(下)大手系、質改善急ぐ——調査分析力、磨く」2013年7月にソフトバンクが通信大手Sprint Corp.を216億ドルで買収し78%の株式を取得、傘下に収めた。
- (12) 同上『日経金融新聞』「変ぼう米証券アナリスト(下)大手系、質改善急ぐ——調査分析力、磨く」
- (13) ところが、下落局面では独立系の方が売り推奨に躊躇いがないため高成績を上げるという、証券系にとっては皮肉な調査結果がある。California大のBrad M. Barber氏らが2003年2月までの8年間について、株価付けの変更と株価の変動率を追ったレポートは、証券系は『売り推奨』に躊躇いがあり、投資銀行部門のビジネス関係が投資家本位の判断の弊害になったと指摘する(2004/10/6『日経金融新聞』7ページ「変ぼう米証券アナリスト(上)独立系に脚光——投資銀の重しなく」)。
- (14) 2005/6/28『日経金融新聞』1ページ「米国発 追跡ガバナンス改革 第3部 苦悩続くウォール街 企業との距離 模索」2015年2月10日(火)NHK放送「“見えない声”にどう向き合うか〜匿名情報に揺れる企業〜」
- (15) Stephen M. Davis, Jon Lukomnik and David Pitt-Watson (2006), *op.cit.*, pp.69-71. [邦訳, 107-110頁]
- (16) *Ibid.*, p.69. [邦訳, 107-108頁]
- (17) André Orléan, 邦訳, 243頁。括弧 [] 内は筆者。
- (18) こうした状況下、Rundeの条件が満たされ、かつ認知的不協和の緩和の機能が働くなら、後は相場の上げ・下げの自己実現の進捗状況だけが投機家の関心の対象となる。投資銀行部門がその趨勢を利用しないはずがない。「市場が〔セル・サイドから〕攻撃的な投資家や投機家を利し、慎重な事業家や投資家を押し退けるような場合、その結果

は、自己強化的な投機的ブームとその破綻で」あること等を指摘する先の本章注(3)の議会公聴会資料は、そのことを雄弁に物語っている(括弧[]内は筆者)。

- (19) 田中, 101-102頁。
- (20) André Orléan, 邦訳, 153-154頁を参照・参考。参照中, 括弧[]内は筆者。
- (21) Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky (July 2010), "Shadow Banking", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No.485 (http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf (2010/12/22)), Abstract. 尚, 2012年2月に改訂版が出ているが, 筆者が詳覧したのは2010年7月の原典版のみである。括弧[]内は筆者。
- (22) 詳しくは, 渡部恒彦「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, 通巻No.178, 2. (2), 特に24頁を参照されたい。
- (23) Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky (July 2010), *op.cit.*, p.2. 竹森俊平「2011年危機が起こるとすれば, 震源地は米国か, 欧州か?」(https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk091/zk091_03.pdf (2015/3/23))を参照・参考。

図表4. 影の銀行 (Shadow Bank) の債務対伝統的銀行 (Traditional Bank) の債務 (\$兆⁴)



典拠: Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky (July 2010), *op.cit.*, p.5 and p.5, footnote 4.

4: 伝統的銀行の債務は商業銀行部門の債務総額 (Table L.109 (Commercial Banking) の第19行) の金額である。影の銀行の債務 (Table L.において重複するネット部分) は, 公開市場での証券の発行残高 (Table L.208 (Open Market Paper) の第1行), フェデラル・ファンドと有価証券現先取引 (Table L.207 (Federal Funds and Security

Repurchase Agreements) の第1行), 証券担保ローン残高 [securities loans] (Table L.130 (Funding Corporations (1)) の第20行), 政府系機関債務残高及び政府系証券総額 ((Table L.124 (Government-Sponsored Enterprises (GSEs) (1) の第21行) 及び, Table L.125 (Agency- and GSE-backed Mortgage Pools (1) の第6行)), ABS発行者の債務総額 (Table L.126 (Issuers of Asset-Backed Securities (ABSs)) の第11行), 及び, 短期金融資産投資信託 [MMMF] の残高の内の持分 (Table L.121 (Money Market Mutual Funds (1)) の第14 [正しくは13] 行), 以上の総計である (*Ibid.*, p.5, footnote 4)。括弧[]内は筆者。

影の銀行システムの債務残高構成をみると, 額は様々ながら, 全て2006年7月の住宅価格のピークアウト以前迄は順調に伸張している。しかし特に金融恐慌後2010年には他の発行残高(ストック)が減る中, GSEsが独り伸びている。これは, 同時に破綻に追込まれながら, 政府の支援を受けて, RMBSの買入れ資金を担保するために敢えて実施した発行増の現れである。

- (24) "JMK", VIII, p.83. [邦訳, 88頁]
- (25) *Ibid.*, p.79. [邦訳, 84頁]
- (26) *Ibid.*, p.346. [邦訳, 362頁]
- (27) "The Keynes Papers", University Affairs, UA/6/3, Notebook, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term, 1910, p.98.
- (28) Keynesは, 投機の本質を3つのケースに分けて論じている。即ち, (1)リスクの算定が不可能な時(保険会社Lloyd'sにおける何らかの政治危機に対処する保険), (2)リスクが大凡算定可能な時(モンテ・カルロのルーレット, 生命・火災保険), (3)投機家の知識や判断が市場のそれよりも優れている場合, の3ケースである (*Ibid.*, p.98.)。同じ講義ノートの後半で, Keynesは, 「流言が流れる時に, 自分では信じなくても, 一般には信じられるだろうと考えるならば, この流言に乗じて行動するのも一つの知恵 (wisdom) である」 (*Ibid.*, p.114.) という趣旨の投機での成功要因を示し, 期待の自己実現の論理を早くも示唆しながらも, 他方で, 先の(3)について, 「私の見るところ, 投機の持つ本質的特徴は人より優れた知識 (knowledge) を有することである。投資 [一般] のリスクとは, 実際に将来どのような収益をもたらすか, という意味ではなく, 期待する収益が実現する蓋然性の度合いを意味する。この蓋然性は, 知識の豊富さに依存する。それはしたがって, ある意味で, 主観的である。ある人にとってはギャンブルであっても, それは, 別の人にとっては多分, 理に合った投機となろう」 (*Ibid.*, p.98. 括弧[]内は筆者) と述べ, 手中にある知識の重要性を説いていた。ブラック・マンデーを含めたこれま

での近時3度の暴落自己実現的なパニックにおいて「投機における知識・知恵 (knowledge, wisdom) は大多数の投資家において活用されること」がなかったと本文中で述べたその趣旨は、第1に、自己実現的なパニック、即ち、先に述べた自己実現的な期待 (wisdom) が総体として裏目に出るケース (悪い方向での自己実現) への心の備え・警戒感 (同じく wisdom) を欠く中、第2に、ファンダメンタルズの悪化 (knowledge) への反応としてではなく、時に、悪化を待たずにパニックが発生しているという現実の指摘にある。また、上巻中、序章における〔論文の概要〕で指摘した知識 (wisdom) は厳密には、この2つ (後者のwisdomとknowledge) を指す。

- (29) Robert W. Kamphuis, Jr., Roger C. Kormendi and J.W. Henry Watson eds. (1989), *op.cit.*, p.137.
- (30) “JMK”, VI, p.323. [邦訳, 378頁] 傍点は筆者。
- (31) “JMK”, VII, pp.154-155. [邦訳, 152-153頁]
- (32) Robert J. Shiller (2000), *op.cit.*, p.xv. [邦訳, vi頁]
- (33) Sanford M. Jacoby (2002), “Employee Representation and Corporate Governance: A Missing Link,” *Univ. of Pennsylvania Journal of Labor and Employment Law*, Vol.3, No.3, p.451.
- (34) Russ Alan Prince and Hannah Shaw Grove, 邦訳, 50頁。
- (35) 本章注(33)参照。
- (36) “JMK”, VII, p.156. [邦訳, 147頁]
- (37) Robert J. Shiller (2000), *op.cit.*, pp.165-166. [邦訳, 200頁]
- (38) John R. Nofsinger, Richard W. Sias (1999), “Herd and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors,” *Journal of Finance*, Vol.54, No.6, December, pp.2263-2295.
- (39) Josef Lakonishok, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1992), “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, Vol.32, No.1, August, pp.23-43.
- (40) The National Bureau of Economic Research, US Business Cycle Expansion and Contradictions (<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html> (2014/09/09)). Keynesは、Tinbergenが用いた多元相関法について、「ほぼ40年の期間をとっているが、分けられた各10年間に於いて算出された回帰係数は全期間について最も巧くあてはまるものとして算出された回帰係数から幾分か離れたものになったのではなろうか」と問題を提起し、「…多元相関法を複雑な経済問題に適用する主な何よりの難点」を、〔経済過程・空間が〕十分な程度同質性を明確に欠いている点に求めている (“JMK”, XIV, pp.306-318, esp. p.316. 括弧 [] 内は筆者)。それゆえ、時間的・空間的な非同質性を特徴とするこの世の経済過程について、その方法を適用することは本来

馴染まない。しかし敢えて適用するならば、データ区間の取り方に細心の注意を払う必要がある。むしろ、本稿で取り上げた3分析において、時系列データとクロスセクション・データに適用された回帰分析についてもこのことが妥当する。

- (41) 一定の確率 p に従うと仮定した確率モデル (確率空間) から、その確率空間に基づく対象が統計的頻度安定の法則を示すことを数学的に演繹することはできるが、社会科学の場合には確率モデルそのものが成り立たない。この点については、本文中、直ぐ後を参照されたい。
- (42) Benjamin M. Friedman (1995), “Economic Implications of Changing Share Ownership,” National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, No.5141, June 1995, pp.11-12. 括弧 [] 内は筆者。
- (43) André Orléan, 邦訳, 159頁。本文中で「区別する必要がなくなる」ということは「同値である」ことを意味するから、それは厳密に言えば誤りである。直ぐ後に見る連続性の証明にもあるように、path (時系列) の連続性にとって正規性仮説は十分条件であって必要条件ではないからである。

この一節の前半は、正規分布においては偏差の大きい部分の確率は非常に小さいという事実を指すものと考えられる。即ち、チェビシェフの不等式により、どのような確率分布であっても、 $\pm 2\sigma$ 以上の値をとる確率は $1/4$ 以下、 $\pm 3\sigma$ 以上の確率は $1/9$ 以下となるが、正規分布の場合、 $\pm 2\sigma$ 以上の値をとる確率は 5% 以下 (1% 未満を四捨五入して)、 $\pm 3\sigma$ 以上の値をとる確率は 0.3% 以下 (0.1% 未満を四捨五入して) と、偏差が大きくなるにつれて確率は減衰する。

同後半についてOrléanは、「…偶然的正規性仮説は価格時系列の連続性を意味し、そのことは数学的に証明することができる」と指摘する。

価格時系列の時間間隔を小さく取ってかつ確率変数と見做すことができる場合、確率過程の増分の正規性がpath (時系列) の連続性を意味するという命題は、次の定理2 (Kolmogorovの連続性定理) として証明される。

$T > 0$ を正の実数とする。

定義1. 確率変数の族 $X = \{X_t\}_{0 \leq t \leq T}$ を確率過程と呼ぶ。

t は時刻であり、根元事象 ω を定めるごとに確率過程のpath (時系列) $t \mapsto X_t(\omega)$ が定まる。このpathが連続 (t の連続関数) であるかどうかは ω に依存するが、 $t \mapsto X_t(\omega)$ が連続であるような ω の全体 (つまり $t \mapsto X_t$ が連続であるような事象) の確率が1であるならば、 X は連続な確率過程といえる。

しかし、 X 自体が上の意味で連続であることを直接示すのが困難な場合があるので、さらに次の定義をする：

定義2. $X = \{X_t\}_{0 \leq t \leq T}$, $Y = \{Y_t\}_{0 \leq t \leq T}$ を確率過程とす

る。この時 Y が X のmodificationであるとは、任意の $t \in [0, T]$ に対して $P[X_t = Y_t] = 1$ が成り立つことを言う。

定義2を用いて、(確率過程 X が連続であることを示す代わりに、) X のmodificationである適当な確率過程 Y が連続であることがわかればよいであろう(X と Y は各時刻ごとに確率1で一致し、確率的には区別できないからである)。

増分の正規性がpath(時系列)の連続性を意味するということは本質的に次の定理によるものである。 $\tilde{X}_t = X_{tT}(0 \leq t \leq 1)$ を考えることにより、 $\{X_t\}_{0 \leq t \leq T}$ は $\{\tilde{X}_t\}_{0 \leq t \leq 1}$ と置き換えることができるので、 $T=1$ の場合だけを考えればよい。

定理1 (Kolmogorovの連続性定理). $X = \{X_t\}_{(0 \leq t \leq 1)}$ を確率過程とし、ある正数 C, α, β があって、 $E[|X_t - X_s|^\alpha] \leq C|t-s|^{1+\beta} \quad (0 \leq s < t \leq 1)$ (1)を満たすとする。この時、 X のmodification $Y = \{Y_t\}_{0 \leq t \leq 1}$ があって、 $t \mapsto Y_t$ は確率1で連続になる。

この定理1を認めれば、確率過程 X の増分が正規分布である場合に、 X が確率1で連続なpath(時系列)をもつことが次のようにしてわかる：実際、Brownian motionの仮定にあるように任意の $t > s \geq 0$ に対して $X_t - X_s$ が平均0、分散 $t-s$ の正規分布に従うとすると、 $X_t - X_s$ は

$E[|X_t - X_s|^4] = 3(t-s)^2 \quad (0 \leq s < t \leq 1)$ (2)を満たす。よって、 $\alpha=4, \beta=1, C=3$ として上の定理1の仮定(1)を満たすので、定理1により、確率1で連続なpath(時系列)を持つような、 X のmodification Y が存在する。

(尚、 $X_t - X_s$ が正規分布であることは(1)を導くときのみが必要であり、定理1自体の証明には正規性は必要ないので、 $X_t - X_s$ が正規分布に従わなくとも、 $X_t - X_s$ が仮定(1)さえ満たしていれば、同様に確率1でpath(時系列)は連続なmodificationをもつ。即ち、正規性仮定は連続性の十分条件であって、必要条件ではない。)

定理1の証明には、次の事実を補題として用いる：

定理2 (チェビシェフの不等式). 確率変数 Z と正数 λ に対して、 $P[|Z| > \lambda] \leq E[|Z|]/\lambda$. (定理2の証明.)

$P[|Z| > \lambda] = E[1_{|Z| > \lambda}] \leq E[(|Z| > \lambda) 1_{|Z| > \lambda}] \leq E[|Z|/\lambda] = E[|Z|]\lambda$. □

以下定理1の証明を述べる。証明はやや長いので3段階に分けて行う。

(定理1の証明.)
(第1段階) γ を $0 < \gamma < \beta/\alpha$ を満たす定数とし、各自然数 n および $1 \leq k \leq 2^n$ の範囲の各自然数 k に対して、 n と k から定まる事象(根元事象の集合) $\Omega_{n,k} = \{\omega; |X_{2^{-n}k}(\omega) - X_{2^{-n}(k-1)}(\omega)|^\alpha > C2^{-n\alpha\gamma}\}$ で定義する。この時、仮定(1)と定理2(チェビ

シェフの不等式)から

$$P[\Omega_{n,k}] \leq \frac{E[|X_{2^{-n}k} - X_{2^{-n}(k-1)}|^\alpha]}{C2^{-n\alpha\gamma}} \leq (2^{-n})^{1+\beta-\alpha\gamma}$$

が成り立つ。よって任意の自然数 N に対して

$$P[\cup_{n \geq N} \cup_{1 \leq k \leq 2^n} \Omega_{n,k}] \leq \sum_{n=N}^{\infty} \sum_{k=1}^{2^n} P[\Omega_{n,k}] = \sum_{n=N}^{\infty} (2^{-n})^{\beta-\alpha\gamma} \quad (3)$$

となる。(3)の右辺は公比が $2^{-(\beta-\alpha\gamma)}$ の無限等比級数であるが、 $0 < \gamma < \beta/\alpha$ ととったことにより $\beta - \alpha\gamma > 0$ であるので、公比 $2^{-(\beta-\alpha\gamma)} < 1$ となり、収束する($\sum_{n=1}^{\infty} (2^{-n})^{\beta-\alpha\gamma} < \infty$)。

したがって、任意に小さい $\varepsilon > 0$ に対して、自然数 N を十分大きく選べば、 $\sum_{n=N}^{\infty} (2^{-n})^{\beta-\alpha\gamma} < \varepsilon$ とできる。よってこの時(3)の左辺の確率も ε より小となるから、その事象 $\cup_{n \geq N} \cup_{1 \leq k \leq 2^n} \Omega_{n,k}$ の補集合(余事象)である

$\Omega_N^* = (\cup_{n \geq N} \cup_{1 \leq k \leq 2^n} \Omega_{n,k})^c = \cap_{n \geq N} \cap_{1 \leq k \leq 2^n} \Omega_{n,k}^c$ の確率が $P[\Omega_N^*] \geq 1 - \varepsilon$ となる。即ち、確率 $1 - \varepsilon$ 以上で $\omega \in \Omega_N^*$ が満たされる。

(これは、 N を大きくとることにより $\omega \in \Omega_N^*$ となる確率をいくらでも1に近づけられることを意味する。)(第2段階) $D_n = \{2^{-n}k; 0 \leq k \leq 2^n\}$ 、 $D = \cup_{n=1}^{\infty} D_n$ とおく。即ち、 D は2進有理数で表せる時刻の全体である。 $\omega \in \Omega_N^*$ である ω に対しては、 $t \mapsto X_t(\omega)$ が D 上に限定すれば連続であることを示す。

$t, s \in D$ が $t > s$ かつ、ある自然数 $l \geq N$ に対し $|t-s| \leq 2^{-l}$ を満たすとする。この時、 $s_k, t_k \in D_k$ を満たす非減少列 $\{s_k\}_{k=l}^{\infty}$ と非増大列 $\{t_k\}_{k=l}^{\infty}$ で、 $s_k \leq s, t_k \geq t, s_k - s_{k-1} \leq 2^{-k}, t_{k-1} - t_k \leq 2^{-k}, t_l - s_l \leq 2 \cdot 2^{-l}$ を満たすものが取れる(s_k, t_k は (s, t) の外側から s, t に近づき、ある番号以降 s, t に一致する数列)。

この時、 $\omega \in \Omega_N^*$ ならば、($\Omega_N^* = \cap_{n \geq N} \cap_{1 \leq k \leq 2^n} \Omega_{n,k}^c$ であったことと、 $\Omega_{n,k}$ の定義を思い出すと、) 次の不等式が成り立つことがわかる：

$$\begin{aligned} |X_t(\omega) - X_s(\omega)| &\leq |X_{t_l}(\omega) - X_{s_l}(\omega)| + \sum_{k=l+1}^{\infty} (|X_{t_k}(\omega) - X_{t_{k-1}}(\omega)| + |X_{s_k}(\omega) - X_{s_{k-1}}(\omega)|) \\ &\leq 2 \cdot C^{1/\alpha} 2^{-l\gamma} + \sum_{k=l+1}^{\infty} 2 \cdot C^{1/\alpha} 2^{-k\gamma} \\ &= (2C^{1/\alpha} + 2C^{1/\alpha} \frac{2^{-\gamma}}{1-2^{-\gamma}}) 2^{-l\gamma}. \end{aligned} \quad (4)$$

(4)の最後の式の()の中は l や $\{s_k\}_{k=l}^{\infty}, \{t_k\}_{k=l}^{\infty}$ には無関係な定数であり、 $2^{-l\gamma}$ は $l \rightarrow \infty$ のとき0に近づくから、任意の $\eta > 0$ に対して、(4)の右辺が η より小さくなるように l をとることができる。その l に対して $\delta = 2^{-l}$ とおけば、

$\lceil |t-s| \leq \delta$ ならば $|X_t(\omega) - X_s(\omega)| \leq \eta$ となる。 η は任意であったから、これは $t \mapsto X_t(\omega)$ が D 上で連続であることを意味する。それゆえ、 $\omega \in \Omega_N^*$ ならば、 $t \mapsto X_t(\omega)$ は(少なくとも) D 上では連続であることが示された。

これと第1段階の結果を合わせると、 $1 - \varepsilon$ 以上の確率で $t \mapsto X_t$ は D 上連続となる。 ε は任意であったので、確率1で $t \mapsto X_t$ は D 上連続となる。

(第3段階) 確率過程 $Y = \{Y_t\}_{0 \leq t \leq T}$ を、 $t \mapsto X_t(\omega)$ が D 上連続であるような ω に対しては、 D 上で $X_t(\omega)$ に一致し、しかも $t \mapsto Y_t(\omega)$ が $[0,1]$ 全体上で連続になるように定める (D は $[0,1]$ 上で稠密なので、このような $Y_t(\omega)$ の定め方は一意に決まる)。また、 $t \mapsto X_t(\omega)$ が D 上連続でないような ω に対しては、 $Y_t(\omega) = 0$ と定める。

この時、 Y の定義の仕方から Y は確率1で path (時系列) が $[0,1]$ 全体上で連続な確率過程となり、しかも $t \in D$ の時は $P[X_t = Y_t] = 1$ となる。

以下 $t \notin D$ の時も $P[X_t = Y_t] = 1$ となることを示そう。任意の $\varepsilon, \delta > 0$ に対し、 t に近い $t' \in D$ をとると、
 $P[|X_t - Y_t| \geq \delta] \leq P[|X_t - X_{t'}| \geq \delta/2] +$
 $P[|Y_t - Y_{t'}| \geq \delta/2]$ (5)

が成り立つ。 Y_t は path (時系列) が連続なので、 t' を t に十分近くとれば (5) の右辺第2項は $P[|Y_t - Y_{t'}| \geq \delta/2] < \varepsilon/2$ となる。また、仮定(1)と定理2 (チェビシエフの不等式) より、

$$P[|X_t - X_{t'}| \geq \delta/2] \leq \frac{2^\alpha}{\delta^\alpha} E[|X_t - X_{t'}|^\alpha] \\ \leq \frac{2^\alpha}{\delta^\alpha} C |t - t'|^{1+\beta}$$

となるから、 t' を t に十分近くとれば (5) の右辺第1項も $P[|X_t - X_{t'}| \geq \delta/2] < \varepsilon/2$ となる。したがって (5) より $P[|X_t - Y_t| \geq \delta] < \varepsilon$ となる。ここで、 ε, δ は任意であったので、 $\varepsilon \rightarrow 0, \delta \rightarrow 0$ とすれば、結局 $P[|X_t - Y_t| > 0] = 0$ でなければならない。これは $P[X_t = Y_t] = 1$ を意味する。

以上より、 $t \in D, t \notin D$ いずれの場合も $P[X_t = Y_t] = 1$ となるから、確率1で連続な確率過程である Y が、与えられた確率過程 X の modification であることがわかる。□

(Cf., Ioannis Karatzas, Steven E. Shreve (1998), *Brownian Motion and Stochastic Calculus*, 2nd ed. New York: Springer-Verlag, pp.53-55. この文献では、Kolmogorov's continuity theorem を Kolmogorov-Čentsov の定理として紹介している。これは、著者が、単なる連続性より強い、 $0 < \gamma < \beta/\alpha$ に対して指数 γ の局所 Hölder 連続となるものが存在することまで主張しているためである。Brownian motion の場合は、正規分布密度の性質により $E[|X_t - X_s|^{2n}] \leq C|t-s|^n$ が自然数 $n=1, 2, 3, \dots$ に対して成り立つ (Cf., *ibid.*, p.55, "2.10 Problem") ので、 $\alpha=2n, \beta=n-1$ とおくことにより、 $\beta/\alpha=1/2-1/(2n)$ となる。(2) は $n=2$ を用いた式であるが、自然数 n はいくらでも大きく選ぶことができるので、結局、Brownian motion は $0 < \gamma < 1/2$ について指数 γ の局所 Hölder 連続であることがわかる (*Ibid.*, p.56, "2.12 Remark")。尚、指数 $\gamma=1$ の場合の Hölder 連続が「Lipschitz (リプシッツ) 連続」で、 $0 < \gamma < 1/2$ の Hölder 連続は、それよりは弱い性質であるが、「一様連続」よりは強い連続性である (Lipschitz 連続

は指数 $\gamma < 1$ の Hölder 連続 (一様連続) 連続)。

(44) 尚、Orléan は、株式市場における偶然是 Gauss 的ではない、と指摘するが、その根拠に関する叙述には誤謬があると同時に、確率モデルそのものが、先の注(41)でも述べたように、社会科学には馴染まないと考える筆者とは見解が異なる。重要な点なので、少しく長くなるが引用して、この2点について確認しておきたい。

「…多くの研究によると、株式市場における偶然是 Gauss 的ではないようなのだ。

そう考える理由は単純である。価格の時系列的な変化を見て、それが Gauss 的な基準を満たしているかどうかを調べればよいからだ。ブショールとヴァルテルは、その基準が満たされていないことを明らかにしている。つまり実際の市場において観察される大きな偏差は、正規性の法則が成り立たないほど高い頻度で現れるというのである。「Gauss 的な状況では、大きな偏差は稀である。したがって、たとえ株式市場が原始時代から開かれていたとしても、1987年の大暴落 (あるいは人々の記憶に残っていないほど小さな暴落) は起こってはならないものなのである」。実際、もし、価格の乖離が正規性の法則に従うのなら、1987年10月ほどの乖離幅を観察するのに必要な平均時間は10の47乗年、地球の年齢の5乗である。これに対して、ポール・レヴィの安定法則に属する確率法則に従うとすると、平均時間は58年になる。

他方でブショールとヴァルテルは1983年から1992年の10年間、2526日の就業日 [市場が開く日] にわたって S&P500 指数の変化を調べた。その間の変動係数 [標準偏差を平均で除いたばらつきを表す統計値] は16.2%であり、これは、様々な幅の下方・上方運動による日々のランダム変化が積み重なった結果である。さて、この指数の全体的な実績に貢献している日は非常に少ないことがわかっている。値動きの最も激しい10日間を除くと、変動係数は11.6%にすぎなくなる。20日間を除くと8.6%に、40日間を除くと3.6%にまで落ちる。したがって、指数の実績値の80%はこの40日間の結果であり、それは2526日の1.6%にすぎない。

このような偶然性の構造は Gauss の仮説には全く対応していない。われわれは Gauss 的偶然よりもっと「暴力的な」偶然而を相手にしているのである。ブノワ・マンデルブローは「良性」の偶然と「悪性の」あるいは「野蛮な」偶然而とを区別している。前者は Gauss 的的法則に対応し、後者はレヴィの非 Gauss 的安定法則に対応している。後者の法則の下では、非常

に大きなゆらぎが起こりうる。分布の端の部分
がパレート型のべき法則に従う形状になるの
である。マンデルブローは、「パレートの」偶然
についても語っている。この偶然の下では、
価格が大きく非連続的に変化する可能性があ
る」(André Orléan, 邦訳, 159-161頁)。

ここでブショーとヴァルテルによる調査結果に
ついての叙述には、次のような誤謬がある。叙述
の内容は次のように縮約できる。即ち、就業日全
日の2526日に関して変動係数16.2という全体量
の内、値動きの著しい特定の40日を除くとその量
が3.6になる。それゆえ、16.2の内、 $(16.2-3.6)/16.2$
 $\approx 80\%$ がその40日(2526日の1.6%)に起因する。

しかしこの議論が成り立つには、そのために、問
題の量が加法性をもたなければならない。即ち、
ここでは、16.2を3.6と12.6に分けてよいか問題と
なる。変動係数を標準偏差とみなせば、これは明
らかに成り立たない。たとえば、学生100人のクラ
スである試験を実施したところ、平均点が50点、
標準偏差が10点であったとする。特定の学生4人
を除くとき、標準偏差が2点に変わる場合、「標準
偏差のうち80%はこの4人のせいである」と言え
るか、である。分散で考えても(100人の偏差平方
和)/100=(96人の偏差平方和)/96+(4人の偏差平方
和)/4ではない。無理に結びつけようとするなら、
右辺の各項にそれぞれ96/100と4/100を掛けて
重み付ける必要がある。つまり、4人の全体への
貢献度は4/100の重みしかない。ましてや分散で
なく標準偏差であるから平方根をとり、さらにそれ
を平均値で割った値の意味となると不明となる。
結局、変動係数について加法性は成り立たないか
ら、したがって、 $16.2-3.6=12.6$ の12.6は、問題の
40日間だけの変動係数とは一致しない意味のない
数値である。40日間を除いた場合の変動係数が生
データから分かるのなら、その40日間だけの変動
係数もわかるはずで、それを計算して比をとった
方が未だしも、である。ここに未だしも、とは、
Orléanは変動係数を無単位ではなく敢えて百分
率%で表しているから、さらにその比として百分
率%を取ることは無意味だからである。

次に第2に、本文でも述べたように、例えばある
銘柄の株価の変化の生起状態を表す確率分布の形状
の如何であるが、その特定のためには、当該分布
を、観測可能な時系列分布で置き換える必要があ
るが、そのためには、さらに、毎時独立・一定型の
確率分布が前提条件として必要になる。しかし独
立試行が不可能な社会科学的事象についてこの前
提を置くことはできない。結局、Orléanの議論は
あくまで確率モデルの土俵の上に止まるが、その
利用そのものが社会科学では馴染まない。この点
を忘れてはならないであろう。

終章 残された政策課題

筆者は、本稿を通じて、アヤに始まる株式市
場における上げ相場が、ラリーさらには大ラ
リーを経て、遂にブーム・バブルに至って実体
経済の景況ないしファンダメンタルズをオー
バーシュートする過程の必然性及び相場の3過
程、即ち、上げ相場、株価バブルの頂点・崩
壊、低迷する相場の各々の特徴を、『一般理論』
及び1937年論文における慣行 (convention) の
論理、また、Keynes及び現代のフランス学派が
詳述する自己言及的構造、さらにKeynesが書き
残した1910年の講義ノートにおける期待の「自
己実現 (self-realizing)」の論理、及び“JMK”,
Vol.VIII, *A Treatise on Probability*における「論
証の重み (the weight of arguments)」の概念を
援用して解明し、それと同時に、Keynesの模倣
慣行から、特に上げ相場形成を嚮導するポート
フォリオ・マネジャーの同調という投機の動機
まで立ち降りて問題を模索し、分析した。

最後に、われわれにさらに残された課題を示
しておこう。

まず、ブローカー・ディーラー傘下でセル・
サイドとして働く投資銀行部門に仕える証券ア
ナリストが顧客会社に不利益なりレポートを立場
上至極書きにくいという先に見た利益相反の問
題がある。

しかしながら、証券アナリストを雇うウォ
ール街に君臨する銀行持ち株会社や投資銀行部門
を持つ証券系は、金融規制を、それらに保険会
社を加えた金融機関の政党等への巨額な献金に
よる圧力によって回避しようとする傾向がある
(¹)。その結果、ここで問題の一つである、
顧客企業の証券を半ば強引に、特に利す必要の
ない一般・個人投資家を対象の中心にして売り
込みを図ろうとする銀行持ち株会社の投資銀行
部門の証券アナリストの姿勢に係わる利益相反
に対する規制を見ても、序章で既に述べたよう
に、2011年5月18日の証券取引委員会 (SEC)
の決議結果から分かるように、それは利益相反

そのものの廃絶に向けた規制のあり方の模索に係わる決議ではなく、利益相反の事実があった場合、それが法人や証券の格付にどのように影響するかについて1年間の遡及調査を義務付けるだけのものに止まっている。

さらには、既に2010年にDodd-Frank法の成立を見た現在でもそれが、次の2012年2月3日および2013年8月4日現在の新聞報道に見るように、実際に効力を発揮するために必要な細目決定が大幅に遅れていることから窺えるように、序章でも述べたように、一度金融化してしまった合衆国経済⁽²⁾下では、金融緩和策、特に買い切りオペと合衆国によって形成されたドル残高の還流⁽³⁾で過剰化する可能性の高い貨幣資本の運用を規制することになる金融再規制はまず不可能であろう。

嘗て筆者は、CDS (Credit Default Swap) を中心とするスワップ取引に関するDodd-Frank法の細目決定の遅れについて考察したことがある。それによると、有価証券関連スワップは、取引主体とCCP (Central Counterparty Clearing House) を繋ぐ媒体としての位置付けを受ける証券派生スワップ執行ファシリティ (Security-Based Swap Execution Facilities) を通して基本的に相対取引され、SECが、銘柄が9種以下のインデックス (narrow-based security indexes) を参照するCDSを規制・監督、それ以外の、構成銘柄が10種以上のインデックス (broad-based security indexes) を参照するCDX, iTraxx等のスワップ取引はCME, CFE等での指定契約市場 (Designated Contract Markets) 等で取引所取引され、これをCFTCが規制・監督し、DCMで取引された契約の清算をデリバティブ清算機関 (Derivatives Clearing Organization) が担当することになっており、こうした管轄面での制度整備・改正以外にも、証券取引法や商品先物取引法等の関連諸法の改正・新法追加等、Dodd-Frank法の規定に沿ってSEC及びCFTC主導のルール改正が指向されながら、規制細目決定に異常に時間が掛かっていると指摘した。

その背景には、規制の基準となるべきCDSの時価が一義的に定まらず、あるいは清算値となる約定価格に織り込まれないリスクが常に残存するという問題的要因を措くとして、仕組み金融商品の規制を、Dodd-Frank法 § 763 (g) の下、1934年証券取引法 § 240.9j-1等で行うようSECが提案しているにも拘わらず、それを嫌って骨抜きをパブリック・コメントで公然と主張するSIFMA (The Securities Industry and Financial Markets Association) & ISDA (International Swaps and Derivatives Associations, Inc.) 両デリバティブ支援組織・団体の存在がある⁽⁴⁾。そして、こうしたデリバティブ支援組織・団体が推進を図る先のCDS等のスワップ取引を始めとする莫大な額に及ぶデリバティブの債権に対する当局の注視も、今では霧散してしまった。即ち、Dodd-Frank法下、§ 404において、そのあまりに大きいリスクに焦点を当てて、デリバティブ規制のコストとパフォーマンスを比較考量する分析が行われたが、規制のための巨額なコストと規制自体の複雑さに比べてその成果が小さく、割に合わないとの理由で、2012年2月現在、当局自らが問題解決手段の模索を放棄してしまっている状況にある⁽⁵⁾。

以上の動向の要因として、ひとつには、Dodd-Frank法に逆行して最富裕層が利殖の場とするウォール街を支援しようとする共和党の巻き返し・反転攻勢がある。次に見る2012-2013年現在の新聞報道によれば、Dodd-Frank法による改革の推進を抑えようとする、共和党を巻き込んだウォール街の動きを問題視する声に加え、金融界に対し弱いObama大統領の姿勢を指弾する向きすらある。

「ガイトナー米財務長官は2日の記者会見で、米金融規制改革法 (ドッド・フランク法) について「改革を遅らせたり弱めようとしたりする動きは、我々が目指す公平な競争の不確実性を強めるだけだ」と述べ、改革を骨抜きにしようとする動きをけん制した。同改革法はリーマン・ショック後の金融危機を踏まえ、金融機関の資本や

流動性、資産規模などに制限を加える内容。改革に批判的なウォール街は野党・共和党を巻き込み先送りに向けた活動を展開している」⁽⁶⁾。「…10年成立の米金融規制改革法（ドッド・フランク法）の完全施行は金融界の巻き返しで遅れたまま。“大きすぎてつぶせない”銀行をなくすための具体策も、なかなか見えてこない。反金融のレトリックとは裏腹にオバマ大統領が実は金融界に甘いとの見方は、野火のように広がりつつある」⁽⁷⁾。

Dodd-Frank法を細目決定で仮に骨抜きして、金融商品需要の増勢の余地を放置すれば、その分、貨幣資本の増殖の捌け口を生み出すことにはなる。だがそれは、2000年代の金融バブルがそうであったように、資本の運動の場を広げる点でその弥縫策を与えることにはなるだけで、むしろ過剰な貨幣資本の根本的な解消には繋がらない。そしてそのことは、過剰な貨幣資本の発生の一因で、財界も望む財政支出や量的金融緩和政策の内、後者の打ち止めと政策金利の引き上げを伴う出口政策を困難にする。だがしかし、それなしには、過剰貨幣資本の存在と矛盾する金融再規制の実施も不可能に近いことは確かである。

ところが、米連邦準備理事会は、2014年9月29日まで開催した連邦公開市場委員会後の声明で、資産買い入れ額をそれまでの150億ドルからゼロとした。これに伴い、QE3⁽⁸⁾は終了したので、終了後も長くゼロ金利を続けるとした金融政策のガイダンス（指針）も早晩変えざるを得ない。これが金利上昇を招くと警戒する声もある⁽⁹⁾。政策が引き締め方向に入れば、嘗てのような信用膨張は起きにくい。

またそれゆえ、逆に、心理面でも2008年以前の「グレート・モデレーション（the great moderation）」という言葉に象徴される、長く安定した成長が続くとの過度の楽観はもはやない。住宅バブルの崩壊を予言したYale大学のRobert J. Shiller氏も「大きなバブルのあとは心理面のトラウマもあり人々は慎重になる」と

指摘する。問題は、金融規制である。危機を受けて2010年にはDodd-Frank法が成立したが、業界の抵抗もあり条文化が完了したのはほんの4割程度である。銀行の高リスク取引を禁じる「ボルカー・ルール」の最終法規は完了したが、「大き過ぎて潰せない」銀行をなくす仕組みは固定していない⁽¹⁰⁾。Dodd-Frank法によって、却って、ウォール街は「焼け太り」した感すらある。即ち、値付け業務関連の活動、引受業務、リスク軽減目的のヘッジ、国債の取引、保険会社活動、及びヘッジ・ファンドと未公開株式ファンドの組成と提供を含む特定の活動のための法の適用免除が最終法規に盛り込まれた。またもとより2010年10月のDodd-Frank法において、金融機関の破綻処理費用に充てるため、民主党が導入を目指していた5年間で190億ドルの銀行への特別課税を取り下げさせた件も同様である。金融（再）規制は、金融危機の再発防止には不可欠だが、その法制化は、金融界及びその後ろ盾となっている共和党の回避策を弄する強姿勢によって阻まれているのである。

しかも、2400頁にわたる膨大な法案にはまだ多くの重要な詰めが残されたままであると言う。その多くは今後何年にもわたる密室の協議で、報道されることもないまま監督当局の官僚の手で決められていく。そして、多くの連邦機関で、200以上の新規規制の制定や何十もの調査報告書の作成が必要となる、と民主党上院議員のKaufmanは言う。彼は次のように懸念する。「前回の金融危機の発生を防げなかったのと同じ監督当局の多くが、再び我々の金融部門の安全を守るという重要な任務を与えられた。彼等にこの使命を成功させる能力と手立てがあるか心配なのは、私だけではないだろう」⁽¹¹⁾。

あるいはDodd-Frank法が完全に骨抜きにされたからこそ、事実上無制限なドル増刷に通じるQEも可能になったと考えることもできる。即ち、地区連銀が財務省に対して小切手を切って、財務省証券を買い、そのTBを「準備」に

して、その10倍相当額のドル札を連銀が発行する⁽¹²⁾が、本来なら、景気が拡張しない限り、有効需要は増えないため、ドル増刷に繋がる市銀による信用拡張、預金の引き出しは生じないはずだが、QEの特徴は、ゼロ金利下、なお市中銀行（以下、市銀）から国債・MBS等を買って準備預金（連銀への預け金）を供給する点にあり、それは、金融緩和策の謂わば極を成し、過剰な貨幣資本の運動の場を求める施策であるという点で、金融規制を宗とするDodd-Frank法と本来矛盾する。むしろマネタリー・ベースが増えてもマネー・サプライが増えなければ緩和策の意味がない。即ち連銀への預け金の死蔵が生じていれば意味がない。結局資金需要が市場で生じない限り、市銀から資金は引き出されない。特に、2008年10月1日以降、おそらくは買いオペの自由度を高める目的で準備金に付利が行われるようになり、そして、2008年12月16日に政策金利が0～0.25%に引き下げられたことを受け、同年12月18日以降、付利は、所要準備、超過準備ともに0.25%となり、現在に至っている⁽¹³⁾ので、従って、この状況下では、0.25%以上の金利でなければ貸し出しをしない誘因が生じる。逆に言えば、0.25%以上の運用機会があれば、大量の準備金保有の下、連銀の資産購入政策による他金融資産のリスク・プレミアム、信用スプレッドの押し下げ効果が働くこともあり、市銀では貸出や株の購入、土地への投資等に資金を利用する等、ポートフォリオ・リバランスが生じるとも考えられる。さらに期待インフレ率を名目子率から控除した実質子率の引き下げの余地はあるから、それがマイナスになれば、債務者利得も大きくなり、市銀では逆の効果が生じるので、借り手の資金需要、市銀の貸出意欲は共に高じる、とも考えられるかも知れない。しかし期待利益率がゼロに近い時に、追加実物投資をしようとする企業者などおらず、その行為は、精々、マイナスの実質金利で調達した資金で金融収益の獲得を目指すに止まるであろう⁽¹⁴⁾。しかも実際には、2015年4月現在、均衡実質子率（完全雇

用に見合った実質金利）は緩やかながら上昇をさせている⁽¹⁵⁾。さらに、QEが断続的に施行された2008年11月の一月前の10月から2014年10月迄の期間と1990年から2014年迄の期間における双方の平均伸び率を比較すると、マネタリー・ベースの3倍増近い伸び率にも拘わらず、M2の伸び率の増加は、1.2%ポイントと微小であり⁽¹⁶⁾、量的金融緩和政策は然程機能していないように見える。だが、その当否はここでは措く。

焦点を海外での新発財務省証券購入の条件に絞ると、1985年プラザ合意でも見た通り、それは、発行価格の条件となる実勢価格が異常な場合を除いて、大部分の金利の相対的な優劣にある。したがって、超低金利策と対外的な相対的な高金利を2つながら要請されるジレンマを現在の金融政策当局は抱えていることになる。超低金利・ドル安政策は対外債務の軽減を意味し、純債務を減らすとともに、経常収支赤字を軽減するが、例えば「EUにあったオイル・달러をアメリカに預け替えさせる」〔厳密には、ドル離れを起こし初め、ユーロでの決済に傾いていたオイルの支払いを再度、非居住者のドル預金での決済に切り替えさせるべく預け替えさせる〕⁽¹⁷⁾ためには小刻みなドル高誘導が必要になる。これがジレンマである。同様に、対米直接投資、株式投資、社債投資等を始め、非居住者から居住者への預金口座の振り替えの形でドルが還流して来ている場合は、国内の超低金利を超える約定子や投資の高い総合利回りによる採算原理が働く結果であるから問題はないが、財務省証券に対する海外投資増加のためには、国内で超低金利政策を採る以上、相対的な高金利とドル資産価値を担保する相応の協調利下げが殊に必要となる。ところが他方、行き過ぎたドル高は特に対中貿易赤字を増やして合衆国内の景気を悪化させる。つまり、片や対米財務省証券投資のためには（相対的）高金利とドル資産価値保持を目的とするドル高誘導が、片や国内景気のためにはドル安が望ましく、従って為替レートを巡る相反するまさに綱渡り的な

舵取りが必要となる。現在でも、長期的傾向でドルは主要通貨に対して矢張り低下傾向にある⁽¹⁸⁾。これは先に見たようにドル安を通じた対外債務の軽減に寄与する。そうして2011年度以降多少とも軽減したとは言え、2014年度の経常収支赤字は-4,106億ドルと未だ可也の額に上る⁽¹⁹⁾。しかも他方、野放途に増大化した財政赤字が2012年度には-13,117億ドルに達し、それと並行して特にLehmanショック以降増え続けた財務省証券発行残高が2014年度には178,241億ドルに達している⁽²⁰⁾。この双子の赤字の再増加による大幅な為替調整（ドル離れによる大幅なドル安）を防ぐためには、協調利下げが未だに不可避となっているわけである。

以上から分かるように、国内金融政策上、超低金利・ドル安政策を採る以上、オイル・ダラーの還流や財務省証券の海外での売却に支障を来すドル離れが懸念されるというジレンマに合衆国の通貨当局は直面せざるをえない。これは、基軸通貨国の通貨当局が最も恐れる問題に他ならない。だが、ドル安の進行は、基軸通貨の避けられない謂わば歴史的な重しでもある。その下でドル資産離れを回避して対米投資を維持するためには一定のドル高誘導が必要になる。しかし過度なドル高は合衆国内景気を悪化させる。1985年プラザ合意におけるドル売り介入はまさにそのための日本、合衆国、西ドイツ（当時）による協調であった。しかし日本ではドル高是正により急速に円高が進行して輸出が減少したため、国内景気が低迷することとなった。このため、1987年に開催されたG7では、過度なドル安の進行を防止すべく、ルーヴル合意が成立した。ルーヴル合意以降、為替相場は総じて安定したが、円高不況に対する懸念から、日銀は低金利政策を継続したため国内景気は回復に転じたものの、過熱した国内経済の下での金融緩和策の継続はバブル景気を煽り、その崩壊は長期間に亘るデフレ経済を招くことになった。このように合衆国経済のための為替政策は、先に見たようにそれ自体網渡り的な側面と同時に、主要各国の国内政策との矛盾を時に

際立たせる政策となる可能性を併せ持つ。したがって、もとより一方の謂わば歴史的な重しとしてのドル安の進行によるドルからの逃避を抑えておくためには、ドル特権を束縛することになるため事実上不可能ではあるとしても、本来的には、輸入需要を主軸的要因としたドル増刷に箍を嵌める必要がある。実際、2014年に入って、連銀は、TBを買い続けることによるドル増刷に繋がる不良債券の買いオペによる購入継続が不可能になり、同年10月に一旦止めた。このため、同時期に米国から頼まれてQEを急拡大したのが日銀である。日銀のQEは、日本の株や債券を押し上げるだけでなく、円安・ドル高を誘導してドルに転換された資金に依って米国の債券や株の相場のつり上げ効果の可能性をもつからである。しかし2015年2月末以来4月迄、円相場は対ドル・レートで下がりながらもドル安・ユーロ高、人民元高地合が続く⁽²¹⁾結果、日銀がQEをやっても日米の債券（国債）の価格が共に下がる（利回りが上がる）現象が生じ、日銀のQEは早くも効果が薄れてきたのでないかと懸念されている。確かに政策金利は、2015年2月現在、合衆国の0.25%を日本の0.1%、EUの0.05%が下回る等、実質的なゼロ金利状態に入った中でも、協調利下げが続いているかのようである。だが同じ2月以降の長期金利の上昇を危険な兆候と捉え、金融危機の再燃や、ドルの基軸性の喪失、米国覇権の崩壊、中国の台頭（人民元の国際化）等を予測する指摘が最近増えている⁽²²⁾。他方、有効需要を伴わないドル増刷に繋がる市銀による信用拡張、預金の引き出しの誘導は、仮にそれが奏功したとしても、ユーロ（や円/元）の台頭もあって、ドル価値を下げ、ドル資産たる合衆国企業の株式価格の下方圧力として潜在的には機能するはずだが、現在のところそれは表に出ず、ドル暴落を招かずに、むしろ、対米直接投資量の動きをNYSE総合株価指数がほぼ同様に辿るという事実⁽²³⁾でも分かるように、非居住者による「積極的」な形態への（での）ドル資産ポートフォリオの変更（保持）が、株式相場の維持・上昇

=金融バブル要因として機能している。言い換えるなら、ドル暴落の原因となるであろう財政赤字と経常収支赤字が並存する双子の赤字によってドルが減価しながらも、協調利下げでその動きはある程度抑止され、他方同時に、外国人による約3割超⁽²⁴⁾相当の対米財務省証券への投資（公的な外貨準備の場合にはドルの財務省証券での「凍結」）や対米直接投資、ユーロ市場取引の決済時のドル預金への切り替え等の形態でのドル資産ポートフォリオの保持と一部、上記外国人投資家の財務省証券投資にも支えられた財政支出とが、当面、景気を支える株式相場の好調を維持するというのが現状の構図である。

ところで、この構図の特に外国の公的な外貨準備による財務省証券投資（外国人保有に占める比率は2014年度各月を通じて7割弱）の性格は複雑である。中国の近年のドル外貨準備での対米投資ファンドの創出は、資源外交で衝突の可能性を有しながら、輸出先としての合衆国市場を確保するために行われている。それは、対米従属を強いられる日本を除いて、政治・経済的な協調関係のみならず、対抗関係を孕むEUと中国、特に2008年に入って財務省証券保有額で断トツの首位の座に日本と入れ代わって急速に着く中国⁽²⁵⁾による投資であり、双子の赤字で減価する傾向にあるドルに対し一方では中国人民銀行総裁による新SDR構想の公表（2009年）等で流れに竿差しながら、同時に、先に見た理由から、同じドルを基軸通貨として支えるべく機能するという一見矛盾した帰結を招く投資である点で、従前のアメリカン・ネットワークによる体制支持金融⁽²⁶⁾には見られない特徴を持っていた。同じ事は、財務省証券に投資を行う主要外国中、中国、日本、ベルギー、カリブ諸島、石油輸出諸国、ブラジルに次いで、第7位に位置する英国が、本来政策的に独自の立場を守りたいにも拘わらず、また第18位に位置するフランス⁽²⁷⁾等も本来的に独自の立場を守り、対米競争で優位に立ちたいにも拘わらず、同様に対米財務省証券投資を実行し続けている

点についても言えるかも知れない。しかも、外国人投資が占める株式時価総額に占める比率は2014年のデータで見て、フローで52%、ストックで16%に及ぶ⁽²⁸⁾。それゆえ見方を変えると、ブーム・バブルを後押しする国内のファンド・マネジャーと同じく自先の投資効率を追求投資慣行に加えて、対米株式投資、対米直接投資等の形態での還流が、両者相俟って、株価を下支えしていると言えよう。この点から見ても、例えば2012年度のデータで、膨大な額に上る国際貿易の輸出ベースで8.1%を占める⁽²⁹⁾、特に自動車社会の維持の他、中心的なエネルギー源として不可欠なオイルの売買においても一部のクロス取引を除く大半を担うことになる（為替媒介の役割を含む）基軸通貨ドルの本国還流によって形成されるオイル・マネー複合体は重要な意味を持つ。確かに、オイルの国際取引における価格体系は先物市場のWTI価格を中心に動いているので、第1に、現行のドル建てからユーロ建てに移行することはありません。これは、オイル・ダラーの還流に寄与する。また、第2に、先物市場の形成でオイル・マネーの影響力は確かに低下したが、それも然程ではなく、オイル・マネーは長期化するオイル高に伴って、却って増大傾向にあり、産油国では、このオイル・マネーを活用するために政府系ファンドを創設し、積極的な投資を行うようになっているだけに、その受注による還流も含めて、オイル・ダラーの還流が、現在でも基軸通貨ドルの生命線のひとつとして重要な意義を持つ点には変わりがない。だが、日々の生活に追われている合衆国の選挙民の多くにとって理解しにくく、そのことは全く関心を呼ばず、当然それを反映して議員の理解も深くはないわけで、それは、期せずしてではあるが、「オイル・マネー・議会複合体」にはなっていないため、きわめて見えにくい存在になっており⁽³⁰⁾、したがってまた、こうした現実にはファンダメンタルズを規定するような認識のフィルターを通じて相場に入り込む情報には全くなり得ない。好況時に期待の自己実現が確立している場合に

は、模倣慣行はこれを逆に此れ幸いと認知的不協和の材料として視野外に弾き出せば済む。しかし長い目で見た場合、もしオイル埋蔵の枯渇に近づくに連れてオイルの価格が急騰すれば、その需要に応じたドル増刷に繋がる連銀の金融緩和→市銀の信用拡張を通じて支払いはできるが、そのマネー還流を媒介とした（内需拡大と同時に起こるであろう）インフレーションを予防する不胎化介入の限界の可能性は、必ずや合衆国経済にとってアキレス腱となろうし、またそれ以前に何よりも、減価したドルのオイル・マネーたる所以である基軸通貨国としての地位が危ぶまれる際には、合衆国は、経済・政治力、さらには、あくまで背景としてではあるが、未だ強大な軍事力をも併せて総動員して、その地位を守り抜こうとするであろう。ドル特権は合衆国経済にとってそれほどまでに重要・不可欠である。

ところで、海外からのオイルを含む消費財の輸入（資金）を財政赤字による海外資金調達等を含めた資金で賄っている、云々することは国際収支の恒等式に基づいて出てくる話ではない⁽³¹⁾。この恒等式は、一国のISバランス論⁽³²⁾と同じで、あくまで事後的な恒等式に過ぎない。そして「資本流入が減少するからといって経常収支赤字をファイナンスできないという事態は」、[ドルからの逃避という危機的状況が生じない限り]、対米投資の規模には変化が生じないから、国際収支表上はありえない⁽³³⁾。また、ドル資産としてアメリカ金融市場にとどまらないドルからの逃避というかたちで生じうる問題とその具体的な可能性⁽³⁴⁾こそが真の危機的状況であるが、それが生じたとしても、一般投資家がその事を一々気に掛けて相場をつくったり、模倣慣行を控えたりするわけでもないかも知れない。むしろ、今後ドル暴落に伴う相場の劇的な下落が一時的に生じた場合には、これまでのブラック・マンデーを始め数度の下落を経験した投資家の中でも特に巨大投資家の間では、下落の後には大きな揺り戻しがあることが学習効果で良く知られているので、逆張りの

パターンが順張りのパターンと相半ばする等、は予想される。ともあれ、投機が他ならぬ金融的現象でありながら、その難解な専門性のため、関連の問題は、必ずしも一般投資家の視野には入って来ないであろう。ポートフォリオ・マネージャーならまだ可能性があるかもしれない。しかし一般市民ともなれば、その日常の思考とのかけ離れた現実故に、独立独行の判断形成に結びつくことはまずないといっていよう。

先の「オイル・マネー複合体」とは実際誰なのか、という問題や、先に見た真のドル危機が投資慣行に遍く影響を及ぼすような瞬間が訪れるとして、それは何時か等の問題の考察は、本稿の射程を超える。

（終章注）

(1) 「まずは数字をみよう。政治献金の監視団体センター・フォー・レスポンシブ・ポリティクス（CRP）がもつ献金主や献金先の細かなデータベース。各種の業界・利益団体による献金の内訳をみると、銀行や保険、証券など「金融」が突出しているのがわかる」。

「ウォール街は変わり身も早い。伝統的に共和党向けの献金が多めだが、08年にはオバマ人気もあり民主党向けが共和党向けをやや逆転した。ところが10年の選挙以降は揺り戻しが起き、直近は6対4の比重で以前にも増して共和党支持が鮮明になった。献金のバランスを重んじる銀行ですら、両党がほぼ拮抗していた08年から、直近は7対3の割合で共和党重視の姿勢にかじを切った。民主党議員が、経営の負担となる金融規制の導入を強力に後押ししてきたのが大きい。オバマ政権の金融・司法当局が問題取引などで巨額の罰金支払いを求める処分を連発しているのも理由とみられる」。

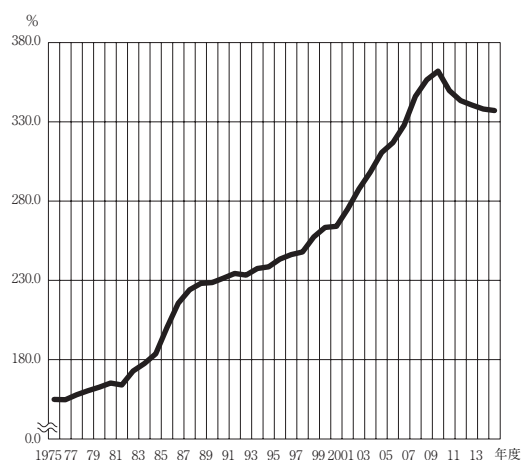
「…何のための献金なのか。シンパの議員を増やしたいとの思いは常にあろうが、当面の目標は民主党が支配する上院で共和党に多数を握らせることだと関係者はいう。上院で多数を握った党は銀行委員会の委員長ポストを押さえることができ、金融規制に絡んだ法案の起草などで発言力が強まるからだ。折しも、その上院銀行委員会では、ジョンソン委員長が引退を表明している。ウォール街が恐れるのは民主党の強硬派が後任に就くシナリオだ。銀行への自己資本の積み増しを主張するオハイオ州選出のブラウン議員はその筆頭格。

仮に委員長になれば親しい間柄の元ハーバード大教授のワーレン議員の発言力も増す。顧客保護に一家言ある銀行批判の急先鋒…だけに経営をしぼる規制が増えかねないと、関係者は危惧する。一方、共和党が勝った場合の委員長候補には事欠かない。「次期委員長はアラバマ州のシェルビー議員か、アイダホ州のクラボ議員か」。ウォール街では、金融規制改革法の見直しを主張する有力議員を念頭に、早くも皮算用が始まっている。実際、選挙を控えた今は、候補者がひととき熱心に耳を傾けてくれる好機。それを承知で金融関係者も議員に攻勢をかけている。銀行勢がとくに血眼をあげるのが、金融規制改革法の施行先送りだ。例えば高リスク取引を禁じたボルカー・ルールの一環で、米銀は保有する投資ファンドなどの株式を来夏までに売却する必要がある。だが、ここへきて銀行や業界団体の関係者が米連邦準備理事会(FRB)をはじめ規制当局に売却期限の延長を求め、これに呼応して議員らも当局に働きかけを強めている、と米紙が報じた。法律では最大7年の施行延期が可能だが、金融制度改革の中核を占めるルールの一つだけに意味合いは重い。献金をちらつかせた銀行界の意をくみ、議員らがうごめく姿が浮かぶ(2014/9/6 16:43『日本経済新聞』電子版「オバマ民主党にそっぽ 米政治動かしウォール街のカネと力」)。

一定の分量の複雑な証券の銀行の売却を要請する2010年Dodd-Frank法の規定条項の発効期限の遅延を求める共和党の立法案は、2015年1月7日付けウォール・ストリート・ジャーナル誌の報道に拠れば、276対146で否決された。下院議事運営委員会議長のPete Sessions (Texasの共和党議員)は、「われわれはDodd-Frank法の全てに反対している」と述べているが、この否決はDodd-Frank法に対する共和党のそうした発言に象徴される巻き返しに対する民主党の不満を反映していた。「Volckerルール」の執行猶予は2019年迄、所定の銀行のCLO持ち分の売却を延期するもので、前年度のSNL財務報告書に纏められたデータに従って、最大級のCLOの持ち分保有者であるJ.P. Morgan Chase & Co., Wells Fargo & Co. およびCitygroup Inc.を利用するものであった。だが、連邦準備金制度を通じて、既に所定の銀行は、2017年迄に、CLOの制限に従うことになっており、更なる遅延は証券の「ファイア・セール」を必至とし、それは銀行に莫大な損失を被らせることになる。このように、2015年1月時点に来て、漸く僅かながら共和党の巻き返しを制御しようとする民主党の攻勢が奏功し始めているようにも見える(Andrew Ackerman & Siobhan Huges (Jan. 7, 2015), "House Republican Push to Roll Back Wall Street

Regulations Fails", *Wall Street Journal* (<http://www.wsj.com/articles/house-republican-push-to-roll-back-wall-street-regulations-fails-1420670814> (2015/4/5))。

(2) 図表 5. 金融市場債務残高対名目GDP比



典拠：金融市場債務残高は、The Federal Reserve System (March 12, 2015), *Federal Reserve Statistical Release, Z.1 Financial Accounts of the United States, Historical data* (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20150312/data.htm> (2015/4/5)), 1975-1984; 1985-1994; 1995-2004; 2005-2014, L.1 Credit Market Debt Outstanding. 名目GDPは、U.S. Department Commerce, *Bureau of Economic Analysis, Table 1.1.5-- Gross Domestic Product* (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&903=5> (2015/4/5)).

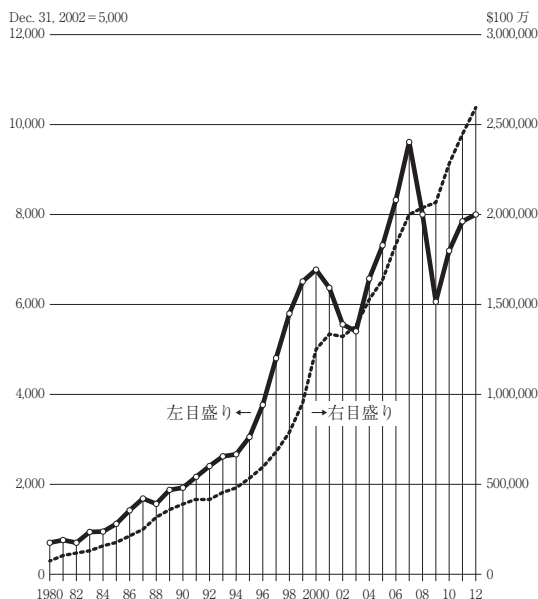
特に影の銀行による与信の増大に伴う金融市場債務残高の1980年代以降の急増と銀行信用及び従来の金融市場での債券発行等の増大に伴って、金融市場債務残高の対GDP比は、1975年の155%から、Lehmanショックのあった2008年翌年の2009年の362%まで上昇している。これが合衆国経済の金融化現象の側面である。この側面を形作る影の銀行の与信管理としては、SECによるMMF規制改革等が進められているが、途上にあり、その進捗は金融規制面から見た出口戦略の先行きを探る要因とされていた(土屋貴裕(2014)「米国：QE3の効果とコストの顕在化リスク」『大和総研調査季報』2014年、秋季号、Vol.16, 63頁)。

- (3) 例えば飯島氏は、還流を、非居住者から居住者への預金口座の振替と規定する(飯島寛之(2006)「対米資本流入の特殊な性格——アメリカの経常収支赤字に関する資本流入からの視角——」『嘉悦大学研究論集』第49巻第1号通巻88号, 45頁, 注(9))。

- (4) 渡部恒彦「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)」前掲, 25-26, 29頁。
- (5) *The Economist* (Feb 18th 2012), "Dodd-Frank Act, Too Big not to Fail". (<http://www.economist.com/node/21547784> (2014/11/7))
- (6) 2012/2/3 9:51『日本経済新聞』電子版「米金融規制改革, 遅らせる動きをけん制 財務長官」
- (7) 2013/8/4 6:03『日本経済新聞』電子版「次期FRB議長人事, 鬼門は「金融規制」銀行寄り」サマーズ氏に批判噴出」
- (8) QE3とは, 総額も期限も定めずに毎月一定額の資産を購入する政策である。2012年9月から, MBS(住宅ローン担保証券)などの買入れを月間400億ドルのペースで開始した。2013年1月からは, 2012年末で期限切れとなったオペレーション・ツイストの代替策として, 月間450億ドルの規模で米国債の買入れを追加した。以降, 合わせて月間850億ドルのMBSと米国債を買入れしてきた政策である(土屋, 55頁)。
- (9) 2014/9/11『日本経済新聞』夕刊「(ウォール街ラウンドアップ)市場とFRB, ずれる金利予想」
- (10) 2013/9/12 8:15『日本経済新聞』電子版「9.11と金融危機 薄れる記憶に潜む危険」2013/9/12『日本経済新聞』夕刊「(ウォール街ラウンドアップ)危機の舞台の薄れる記憶」確かに銀行業務に付随するリスクを軽減する諸点は最終法規に盛り込まれた。その主要部の一部を紹介すると次のようになる。銀行による特定証券, デリバティブ, 商品先物の短期的な自己勘定での売買及び, 銀行の勘定でのそれら手段のオプションへの参加の禁止。銀行によるヘッジ・ファンド及び未公開株式投資ファンドへの投資及びその他の関係維持の制限。仲介業者, ブローカーあるいはカスタディアン等の活動を含む, 特定の活動の禁止の明確化。銀行の規模と活動の範囲に応じた順守要件の決定。規模のより大きな銀行は詳細なコンプライアンス・プログラムをつくることを要請され, それら銀行のCEOは, 銀行のプログラムが最終法規との整合性を達成する上で合理的にデザインされている旨を, 米連邦財務省金融監督庁に証言しなければならない, 等々である(Office of the Comptroller of the Currency, U.S. Department of the Treasury (March 25, 2014), *Ensuring a Safe and Sound Federal Banking System for All Americans*, Subject: Volcker Rule (<http://www.occ.gov/news-issuances/bulletins/2014/bulletin-2014-9.html> (2015/6/13)))。
- (11) Newsweek (2010年7月20日)「金融規制法を骨抜きにした舞台裏の勝者」(http://www.newsweekjapan.jp/stories/business/2010/07/post-1466_1.php (2014/11/9))。
- (12) 赤木, 55頁。
- (13) 栗原浩史(2013)「FRBの出口戦略と長期金利の行方」三菱東京UFJ銀行『経済レビュー』No.2013-4, 3-4頁。
- (14) 小西一雄(2014)『資本主義の成熟と転換:現代の信用と恐慌』桜井書店, 286頁。尚, 同書では, 日本における異次元の金融緩和政策が, 合衆国と違い, 厚みのないリスクな国債市場を生み出し, 国債価格の変動・長期金利の変動, 特に価格下落→長期金利上昇の危険を孕むようになった点を含め, さらに近年の金融現象に限らず, 種々の経済理論・実証両面で, 示唆に富む数多くの分析が展開されている。
- (15) 2015/4/12『日本経済新聞』朝刊「海外メディアから米利上げ年1%ペースか」
- (16) Board of Governors of the Federal Reserve System ([http://www.federalreserve.gov/datadownload/\(2015/4/12\)](http://www.federalreserve.gov/datadownload/(2015/4/12))) Data Download Program, H6 Statistical Release for Apr 09, 2015, M2; Seasonally adjusted; H3 Aggregate Reserves of Depository Institutions and Monetary Base; Monetary Base, Total.
- (17) 赤木, 56頁。括弧〔〕内は筆者。
- (18) U.S. Government Publishing Office (2013), *Economic Report of the President* (<http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?jsessionid=SRTDVILCjqY728V75d487bXRC4n3t2HFvLvl2tGvcY2nvnvdjgdkl10443933391899619021?collectionCode=ERP&browsePath=2013&isCollapsed=false&leafLevelBrowse=false&isDocumentResults=true&yCORD=0> (2015/4/9)), Table B-110.-- Foreign exchange rates, 1993-2012.
- (19) U.S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis* (http://www.bea.gov/international/bp_web/tb_download_type_modern.cfm?list=1&RowID=2 (2015/4/25)), Table 1.2.-- U.S. International Transactions, Expanded Detail.
- (20) 財政赤字は, U.S. Government Publishing Office (2015), *Economic Report of the President* (<http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?jsessionid=YJ7wV7PPb2mHRnpdQdGTLV6hwQrLmknLqBHG7gLG1KtvGwP5WK4Hl914666739998959538?collectionCode=ERP&browsePath=2015&isCollapsed=false&leafLevelBrowse=false&isDocumentResults=true&yCORD=0> (2015/4/25)), Table B-23.-- Federal and State and local government current receipts and expenditures, national income and product accounts (NIPA), 1965-2014, 財務省証券発行残高は, Table B-25.-- U.S. Treasury securities outstanding by kind of obligation, 1976-2014.
- (21) Board of Governors of Federal Reserve System,

Economic Research & Data, Statistical Releases & Historical Data, Foreign Exchange Rates--G.5 Monthly (<http://www.federalreserve.gov/releases/g5/current/default.htm> (2015/5/9)).

- (22) 田中宇 (2015/3/11) 「QEの限界で再出するドル崩壊予測」 (<http://tanakanews.com/150311dollar.htm> (2015/4/6)) 等を参照・参考。
- (23) 図表 6. 対米直接投資とNYSE composite index

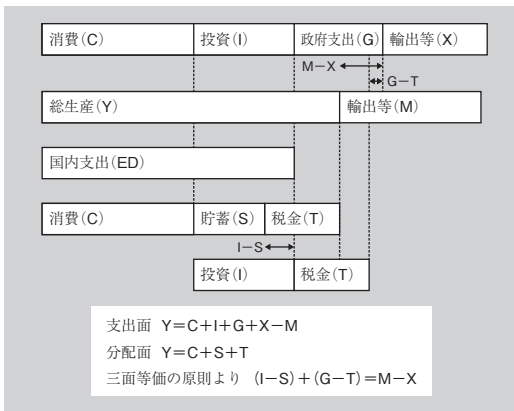


典拠：直接投資は、U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, International Data, Direct Investment and MNE, Balance of Payments and Direct Investment Position Data (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=2&step=1#reqid=2&step=10&isuri=1&202=1&203=22&204=99&205=1,2&200=2&201=1&207=43,42,41,40,39,38,37,36,35,34,33,32,31,30,29,28,27,26,25,24,23,22,21,20,19,18,17,16,15,14,13,12,11&208=2&209=2> (2015/4/8)), NYSE総合株価指数は、U.S. Government Publishing Office (2013), *Economic Report of the President* (<http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?jsessionid=SRTDVIJCjY728V75d487bXRC4n3t2HFvLvl2tGvcY2nvnydjgdkl10443933391899619021?collectionCode=ERP&browsePath=2013&isCollapsed=false&leafLevelBrowse=false&isDocumentResults=true&ycord=0> (2015/4/9)), Table B-95.-- Historical stock prices and yields, 1949-2003, and Table B-96.-- Common stock prices and yields, 2000-2012.

- (24) U.S. Government Publishing Office (2014), *Economic Report of the President* (<http://www.gpo.gov/fdsys/>

<http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?jsessionid=QPSHvM4XIQMhwylr4NdkPljkCF5ynv6PLwrrp2p1K39mGh1bcRCx5l162826973912033261457?collectionCode=ERP&browsePath=2015&isCollapsed=false&leafLevelBrowse=false&isDocumentResults=true&ycord=0> (2015/4/9)), Table B-26.-- Estimated ownership of U.S. Treasury securities, 2001-2014.

- (25) U.S. Department of the Treasury (2008), *MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES* (<http://www.econdatous.com/tshldrs.html> (2015/4/26))
- (26) 松村文武 (1993) 『体制支持金融の世界：ドルのブラックホール化』 青木書店。
- (27) U.S. Department of the Treasury (2015), *MAJOR FOREIGN HOLDERS OF TREASURY SECURITIES* (<http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt> (2015/4/12))
- (28) The Federal Reserve System (March 12, 2015), *Federal Reserve Statistical Release* (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1.pdf> (2015/4/12)), Z.1 Financial Accounts of the United States, F.213 Corporate Equities; L.213 Corporate Equities.
- (29) 日本貿易振興機構 (ジェトロ) 海外調査部 (2013年8月8日) 『「ジェトロ世界貿易投資報告」2013年版：国際ビジネスを通じて日本再興を』 総論編概要 (http://www.jetro.go.jp/ext_images/news/releases/20130808626-news/overview1.pdf (2015/4/12)), 7頁, 図I-7 「世界の商品別貿易〈輸出ベース〉」(2012年)。
- (30) 赤木, 62頁。
- (31) また、例えば経常収支赤字はドル流出であるが、他方では非居住者のドル預金の増大=対米資本投資として統計上にあらわれるがゆえに、還流が減少するからと言って経常収支赤字をファイナンスすることができなくなるわけでは決してない(飯島, 37, 40頁等を参照)。なおこうした事実認識とも関連して、本号を執筆中、「ドル残高を形成しうるのは唯一、国際通貨国であるアメリカだけであり」, [ドル資産としてアメリカ金融資産に留まらないドルからの逃避という形で問題が表面化しない限りにおいて、]「今日、形成されたドル残高はアメリカ銀行組織内部にとどまらざるをえない」(括弧[]内は筆者)という正論(同上, 44頁)及び第2節「対米資本流入の特殊な性格」, 第3節「対米資本流入減少の意味」における主張に接し、改めて教えられるところが多かった。
- (32) 三面等価の原則に関連して、現在の合衆国の状況を図式化すれば次のようになる。



(33) 括弧 [] 内は筆者。飯島, 40頁。「例えば, 非居住者が米国債を売却する場合, 国際収支表上では, 資本収支の負債項目の「証券投資」が減少し, 同様に資本収支の資産項目の「その他投資」の増加として非居住者ドル預金へと移る。みられるように, この場合の金融資産の売却はポートフォリオの資産構成を変化させる限りであって国際収支上の対米投資の規模には変化が生じない」(同, 40頁)。

(34) 同上, 44頁。

付記1) 前号, 187号の13 (329) 頁, 右段, 第1段落において「…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が高い確実性を付与する…」と記したが, その理由を尚敷衍するならば, 無規定ないしは「広義のcontingence」が, 頻度とは無縁のKeynesの論理説に立つ「私が名付ける蓋然性」と同義である以上, 概念の混乱を避けるためには, 前者に含まれる経験的可能性を頻度とするわけにはいかないからである。付記2) 本稿の執筆に際して, 専修大学, 経済学部の坂口明義, パリ第10大学, 経済学部のOlivier Favereauの両氏から, 筆者の質問に対し, 真摯にお答えを頂いた。また岡山理科大学, 理学部, 基礎理学科の山崎洋一氏, 統計数理研究所の馬場康維氏・石黒真木氏・清水邦夫氏からそれぞれ貴重な御教示・コメントを頂いた。ここに記して感謝の意を表したい。

《完》

187号正誤表	誤	正
29 (345) 頁, 左段下から12 ~ 11行目	だろう,	だろう。
36 (352) 頁, 右段下から20 ~ 21行目	ケインズ	Keynes