

Kanazawa University,
Faculty of Economics and Management

Discussion Paper Series

No. 98

証券市場と投機
—ケインズ経済学と関連させて—(1)

加藤峰弘

minehir@staff.kanazawa-u.ac.jp

2025年8月19日



金沢大学経済学経営学系
〒920-1192 金沢市角間町

Faculty of Economics and Management,
Kanazawa University

Kakumamachi, Kanazawa-shi, Ishikawa, 920-1192, Japan

https://keikei.w3.kanazawa-u.ac.jp/research_dp.html

証券市場と投機——ケインズ経済学と関連させて——（1）

加藤峰弘

目次

- I 問題意識
- II 投機とは何か

以上、本号

- III ケインズ経済学の全体像
- IV 現代の株式市場の潮流と投機
- V 結語

I 問題意識

1. 序文——ケインズ経済学と証券投機——

ケインズ経済学では、理論の展開上、証券（株式と債券）に対する「投機」がきわめて重要な役割を演じる。ここで投機とは、短期売買で値ザヤを得ようとする経済行動を指す。ケインズ経済学の金利決定理論である「流動性選好説」では、後段で詳述するように、債券投機を基軸として理論が展開される。この理論の結論は概ね次の通りである。国民経済が深刻な不況（たとえば1929年10月以降の世界恐慌）に見舞われると、金利は低い水準まで下落するものの、正のある水準（2～2.5%ほど）で下げ止まり、その金利水準はいったん定着すれば長期にわたって持続する傾向があり、しかも中央銀行がどれだけ貨幣を追加供給しても金利はその水準にとどまって低下しない。要するに、いったん金利が「流動性の罨」と呼ばれる低水準にまで下落すると、その水準に固着し、中銀が金融緩和政策を強化してもそれ以下に金利水準を引き下げられない、つまり金融政策は有効性を失ってしまうのである。そして、ここで留意すべきは、こうした金利水準が不況の長期化を懸念する企業にとっては設備投資を決断するのに高すぎることである。ここから、国民経済が深刻な不況から脱却するには、政府が積極的財政政策、すなわち公共投資の拡大に打って出て、総需要を増加させるほかはないという結論が導かれる。

J. M. ケインズはまた株式投機について『雇用・利子および貨幣の一般理論』（1936年）の中で次のように自説を披露している。近代以降、各国の政府は株式市場の組織化（法制度の整備と流動性＝取引量の増加）を推進した。なぜなら、株式市場（株式発行市場）は企業が新規に株式を発行して設備投資資金を調達する上で、ひいては国民経済の円滑な運営や成長に欠かせないからである。しかしながら、後段で詳述するように、組織化が進展した株式市場では、不可避免的に中長期にわたる企業価値を評価した「投資」ではなく、短期利益の稼得を目的とした「投機」が取引上、主流を占めるようになる。

さて、ケインズ経済学では、実物投資（民間設備投資）こそが経済体系の起動力であり、総需要、さらには雇用量を決定する項目であると重視されている。そして、株式市場（株式流通市場）では、既発行株式の取引（売買）によって株価、つまり企業が時価発行増資で設備投資資金を調達する際の条件が決められる。このように重要な役割を担う株式市場において、中長期的保有を前提に企業のコアコンピタンス（中核事業の競争力）や収益力、将来性などを評価した上で行われる投資ではなく、主として、毎日次々に発信される景気や経済政策、企業業績などにかかわる情報を巡って投資家同士または投機家同士が互いにどのように反応するのかを探り合った上で行われる投機によって株価が形成されるのであれば、画期的な設備投資案件を抱えた企業が案件のリスク・採算性を適切に反映した条件で必要資金を調達できなくなる。そうなれば、国民経済の円滑な運営や成長は妨げられてしまう。要するに、ケインズは『一般理論』の中で、株式市場が投機に支配されるようになると、企業は同市場から設備投資資金を適切な条件で調達できなくなり、国民経済が不安定化すると警鐘を鳴らしたのである。

2. 先行研究に関する考察

ケインズ経済学にしたがって証券投機と国民経済の関係を直接的に考察した先行研究の代表的なものとして伊藤（2016）と中村（2016）が挙げられる。筆者は、伊藤（2016）については、以下のように3つの問題が含まれていると考える。第1に、流動性選好説の説明について（株式投機とは異なる特徴を有する）債券投機に関する説明が不十分であること、加えて「流動性の罍」への言及がまったくないことである。流動性の罍に関する議論がなければ、ケインズ経済学ではなぜ金融政策よりも財政政策の方が重視されるのかが不明瞭にならざるを得ない。本稿でも、後段で流動性選好説を取り扱うが、その際に証券市場論の知見を活用して債券投機につき詳述するとともに、流動性の罍については財政・金融政策と関連させて詳述する。

第2に、順張りの株式投機が株価変動を増幅し、逆張りの株式投機が株価変動を緩和すると述べていることである。このことに対する筆者の反論は後段で詳述することとし、ここでは一部分に限って反論を行いたい。順張りの株式投機が株価変動を増幅するといえるのは、たとえば次のケースである。すなわち、投機家がある銘柄を株価の上昇中に順張りで購入し、しばらく保有し続ける場合は、購入時点で株価に上昇圧力が加わり、その状態が解消されないの、株価変動を増幅したと見なされる。しかし、投機家がある銘柄を株価の上昇中に順張りで購入し、同じ上昇局面のうちに高値で売り抜けて正の利益を稼得した場合には、売却時に株価に対して下落圧力が加わっており、一連の取引は結局のところ、正の利益分だけ株価変動を緩和したと見なされる。つまり、このケースでは、順張りの株式投機であっても株価変動を緩和するのである。

第3に、投機の意義に関する考察が不十分で、ケインズ経済学だけでなくファイナンス理論に照らしても、やはり順張りの株式投機が株式市場の不安定化につながると主張し、投機

の抑制を目的とするトービン税の導入を推奨していることである。ここでトービン税とは、ポストケインジアン巨匠のひとり、ジェームズ・トービンが 1972 年に提案した通貨取引税であり、外国為替市場での通貨（円、ドル、ユーロ等）同士を交換する取引につき、取引が約定するたびに売り手と買い手に低率（0.01～0.05%）の課税を行うものである。トービン税が導入されると、短期のうちに取引を高い頻度で繰り返せば税負担が重くなるため、外国為替市場では投機が割高になって抑制され、相場は安定的に推移するとされる。ただしトービン税は、世界各国が一斉かつ同時に導入しないと、非導入国に投機マネーが移動するという克服しがたい問題を内包している。伊藤（2016）は、こうしたトービン税を株式市場に適用し、投機を抑制する必要があると主張している。

筆者は、後段で詳述するが、こうした伊藤（2016）の主張に対して次のように考える。ひとつには、ケインズは『一般理論』の中でけっして株式市場での投機について国民経済の安定的な運営や成長のために平時から抑制する必要があると説いていたわけではない。もうひとつには、株式市場での投機は平時には流動性を高めて取引を盛んにし、そうなればなるほど約定価格は安定的に推移し、少量の売買で同価格が大きく上下に変動することはなくなる、つまり投機は平時にはむしろ株価変動を緩和する。ここで筆者のいう平時とは、バブル現象（バブルの生成・膨脹から崩壊に至る一連の過程）や負のサプライズ（大災害や経済・金融危機）が発生せず、国民経済が景気循環を経ながら安定的に運営され、持続的に成長し続けている時期ないし状況を指す。さらに、後段で詳述するように、現代では株式の現物市場と株価指数先物取引を取り扱う先物市場とはもはや一体化している。そして、商品先物市場であれ、金融先物市場であれ、先物市場は投機取引を取り込まなければ価格形成の連続性を保てず、成り立たない。なぜなら、先物市場で行われる価格変動リスクの回避を目的としたヘッジ取引は経験上、常に「売りヘッジ」が「買いヘッジ」を上回り、売り偏向では市場での価格形成、すなわち売りと買いの付け合わせは円滑に進まないからである。つまり、証券市場論の見地からすると、株式市場で平時から投機を抑制することは非現実的と見なさざるを得ない。

中村（2016）は、トービン税こそ引き合いに出さないものの、伊藤（2016）と同様に株式市場の安定化には投機を直接、制限することが必要であると主張している。中村（2016）によると、株式投機を野放しにし続ければ、国民経済は、株式市場で（投機が主役を演じる）バブル現象が発生しても、それを甘受せざるを得ず、バブル崩壊後には国民経済は長期にわたる不況・低迷を余儀なくされるという。

また、伊東（2009）は証券投機と国民経済の関係をメインテーマとしたものではないが、ケインズの意を汲むかたちで、国際会議の場で各国の政府がトービン税を導入することで合意し、自由放任経済によって私的投機が大きな渦（バブル）を発生させることがないように「たとえ効率を犠牲にしても」（66 ページ）投機に規制を加える必要があると主張している。

中村（2016）と伊東（2009）は、以上のように、バブル現象がのちに国民経済に多大な

ダメージを与え、長期不況・停滞をもたらすため、平時から政策的に株式投機を抑制する必要性を強調している。たしかに、バブル現象は資本主義経済のいわば「宿痾」（しゅくあ）であり、その主役を演じるのは投機であるものの、後段で詳述するように、投機には弊害（デメリット）だけでなく意義（メリット）も備わっている。上述のように、現代では株式の現物市場と、投機取引がなければ機能しない先物市場とが一体化していることも見落としてはならない。ゆえに筆者は、トービン税を導入し取引コストを高め、平時から投機を抑制することは「角を矯めて牛を殺す」ことになると思う。

では、バブル現象や負のサプライズ（大災害や経済・金融危機）の発生に伴って株式市場で投機が過熱したり、パニック売りが殺到したりして株価変動が不安定化するという事態に対してどのように対処すればよいのであろうか。筆者は、短期的には、そのような事態に備えた現行の措置、すなわち非常時に発動される値幅制限やサーキットブレーカーを取引所が臨機応変に運営することや、非常時に適した経済対策（たとえば、日本で2013年4月以降に実施された異次元の金融緩和）を政府・中央銀行が実行に移すことが重要であると考え。筆者はまた、中長期的には経済主体にとって国民経済の将来を展望しやすいヴィジョンのはっきりした経済政策を政府・中央銀行が展開することが重要になると考える。そして、以上の対策と経済政策は、結語の部分で述べるように、ケインズ経済学に照らしても適切であると主張したい。

3. 本稿の目的と構成

本稿の目的は、ケインズ経済学と照らし合わせ、改めて投機とは何かを追究した上で、IT化の進展や経済のグローバル化の影響を受けて進化し続ける現代の証券市場の下で、われわれはバブル現象の渦中や負のサプライズ発生時には株価変動を増幅させる投機につき、ケインズ経済学の知見を活用しながら、経済政策上、どのように制御すればよいのかを検討することである。

本稿の構成は次の通りである。第Ⅱ章では、投機につき、定義、適した商品、株式市場創成史上の位置づけ、近代以降の組織化が進んだ株式市場と投機との関係をケインズはどのように捉えていたのか、意義（メリット）と弊害（デメリット）、投機と株価変動の関係を検討する。

第Ⅲ章では、ケインズ経済学の全体像を人間行為論の側面を重視して俯瞰し、株式投機と債券投機が同経済学体系の中でどのように位置づけられるのかを追究する。同経済学はマクロ経済理論と人間行為論とが一体となって展開されている。そこで鍵となる概念が「期待」（expectation）と「不確実性」（uncertainty）である。前者の「期待」は経営者、銀行家、投資家・投機家、消費者など各経済主体の意思決定・行動をつかさどる。伊東（2009）によると、自然科学現象は、原因と結果の関係が適用され、過去が現在を決定する一方で「社会科学現象には将来が現在を決定するものがある」（70ページ）という。たとえば、バブル現象は各経済主体が総じて将来を過剰に楽観視することによって、すなわち経済界や国民の

期待形成が著しく楽観に傾き、株式市場など資産市場で投機が過熱することで発生する。後者の「不確実性」は、端的には「将来の不透明性」を指すが、不確実性は期待と表裏一体の関係にある。なぜなら、将来が不確実であるからこそ期待が形成されるからである。そしてケインズ経済学の本質は、しばしば人間行為論の側面が強調され「不確実性下の意思決定」という論理にあるといわれる。本稿でテーマとする投機も「不確実性下の意思決定」のひとつである。期待と不確実性については第Ⅱ章でも議論を展開するが、本章では特に期待につき、さらに洞察を深める。

本章では、まずケインズ経済学の枠組みを把握するために『一般理論』の骨格を示す。次に、期待が形成される「場」である不確実性と、その下での人間行動の一般特性について再確認する。次に、期待の本質と期待形成過程について考察する。次に、ケインズの経済学体系では起動力と位置づけられる民間設備投資を巡って、投資量を決定する資本の限界効率（予想収益率）と金利水準について考察する。後者につき、ケインズ経済学の金利決定理論である流動性選好説について述べることになるが、同説は債券投機を基軸として展開される。最後に、株式投機に関するケインズ思想に基づき、資本主義経済の不安定性について考察する。

第Ⅳ章では、現代の株式市場の潮流を考察した上で、ケインズ経済学の知見を活用し、政府・中央銀行に代表される公共部門は株式投機に対する公的な規制体系をどのように構築すれば、株式市場は国民経済の安定的な運営・成長に貢献するのか、さらには経済政策全体をいかなる理念・方針に基づき運営すれば、株式市場は上場企業の資金調達の間としての機能を十分に発揮し、株価は合理的に形成されるようになるのかについて検討したい。

現在の株式市場は、金融取引のIT化と経済のグローバル化を受けて進化を続けている。本稿のテーマと照らし合わせ、筆者が株式市場での特に重要な変化と位置づけるのが株価指数先物取引市場の誕生・発展、高頻度取引（HFT）の台頭・躍進、および取引所（市場）間競争の激化である。こうした現代の株式市場の潮流を踏まえ、議論を展開したい。

「結語」では、ここまでの議論を総括し、本稿の結論を示す。

Ⅱ 投機とは何か

1. 投機の定義——投資と投機の違い——

本節では、はじめに投資と投機の違いについて考察する。まず、筆者なりに投機と対置される投資（ここでは対象物として上場企業が発行する株式を想定する）を定義しよう。すなわち「投資とは、定期的に配当収入を得たり、中長期後に価格変動差益（capital gain）を獲得したりすることを目的として、数多くの企業のコアコンピタンス（中核事業の競争力）、収益力、将来性、財務内容等を吟味し、その中から高評価を与えた企業の株式を中長期にわたって保有することである」。投機の定義については、経済学史上、投機に関する代表的な文献のひとつと位置づけられる Kaldor（1960）を参照しよう。この文献の p.17 を筆者なりにまとめると、投機は次のように定義されよう。すなわち「投機とは、短期のうちに価格

変化が予想される場合に価格変動差益を獲得することを目的として、将来のある時点で再売却（あるいは再購入）することを前提に、現時点で商品または有価証券を購入（あるいは売却）することである」。要するに、投機とは、値ザヤを得るため、短期間で転売する（または買い戻す）つもりで、商品、株式、債券などの資産を購入する（または空売りする）ことを指す¹。

なお、ケインズ自身は『一般理論』の中で証券取引所における上場株式に対する投機を端的に「市場の心理を予測する活動」（p.158 [邦訳、156 ページ]）と表現している。これは「玄人筋」の投資家による株式投機に通じるものである。この点については後段で詳述する。

次に、投機の性質について考察する。上の定義に照らせば、投機は価格予測に基づく行動、つまり価格予測から不確実な利益を上げようとする経済行動であると見なされる。いわば投機は「不確実性下の意思決定」のひとつなのである。異時点間で価格が変化しないと予測されるときには利益を獲得する見込みも得られないため、投機は起こり得ない（杉江、1984、参照）。裏を返せば、価格変動が激しいほど投機は活発になり、過熱するといつてよい。

2. 投機に適した商品の性質

次に、投機に適した商品の性質について考察する。Kaldor（1960）によると、投機に適した商品は、①完全に標準化された商品、またはそれが可能な商品²、②広く需要が存在する商品、③耐久財、④容積に比べて価値が大きい商品であるという。①と②は完全競争市場の条件³にかかわり、市場経済において商品の売買を円滑にする性質である。③と④は持越費用にかかわり、③は商品が有するたやすく経年劣化しない性質を指し、④は商品が有する高価値なのに嵩張らない性質を指し、③と④は結局のところ、商品について保管・運搬が容易な（持越費用が安い）性質を備えていることを意味する。そして杉江（1984）は、これら4つの商品に加えて、⑤価格が変動する商品——を加えるべきであると主張している。その理由として杉江（1984）は、投機家は価格が常に変動する商品の市場に売買益を獲得する機会を見出し、取引に参加する傾向が強いことを挙げている。筆者は、杉江（1984）の主張は妥当であると考え⁴。そして商品取引所で取引されている一次産品（未加工で原料形態のままの生産品）——大豆・小豆・小麦・綿花・コーヒー豆などの農産物、金・銀・プラチナなどの金属資源、原油・天然ガスなどのエネルギー資源——だけでなく、金融商品——（外国為替市場で交換される際の）通貨、株式・債券などの証券、デリバティブ（金融派生商品）——も投機に適した性質を備えているといつてよい。金融商品については、特に上述の②と⑤がよく当てはまる。つまり、金融商品は②広く需要され、大量かつ頻繁に取引されるとともに、⑤市場価格の変動を常としている。

これらの諸商品のうち、杉江（1984）に沿って特に株式の価格変動の経路について付言しよう。株式以外の諸商品について異時点間で価格変動を生じさせる要因の大半が需給バランスの変化に求められるのに対し、株式は需給バランスの変化に加え、株式の発行主体である企業の収益が上昇または低下したことを受けて株式の価値に変化が生じ、それが株価

を変動させるという別の価格変動経路があり、それゆえ株価の予測は需給バランスの変化の予測だけでなく、株式の発行元企業の収益動向をも予測する必要がある。要するに、株式以外の諸商品の価格変動を予測する際にはマクロの視点が重要であるが、株価変動を予測する際にはマクロに加えミクロの視点も欠かせないのである。

また、ここで商品市場や商品先物市場で取引される一次産品と、金融市場や金融先物市場で取引される金融商品の性質の違いについて見ていこう。後者については証券、中でも国債と株式に焦点を当てる。

さて、米国において機関投資家等の株価変動リスクを回避したいというニーズを受けて1982年2月に全米第8位のカンサスシティー商品取引所（KCBOT）がバリュールライン総合株価指数の先物取引を導入した。こうして世界最初の株価指数先物取引が始まった。さらに、同年4月にシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）でS&P500種株価指数先物取引、翌5月にニューヨーク先物取引所（NYFE）でNYSE総合株価指数が上場され、米国で本格的に株価指数先物取引が始まった。日本でも1987年6月に大阪証券取引所で「株先50」（主要50銘柄のパッケージ）の取引が開始され、株価指数先物取引が始まった。さらに1988年9月には、大証で日経平均先物、東京証券取引所でTOPIX先物の取引が開始された。こうして株価指数先物取引を活用することによって、多数の銘柄を保有する機関投資家はポートフォリオ全体のリスク管理が容易になった。

岡本（1986）では、株式に関する先物市場＝株価指数先物市場が設立後に大規模化するのには、洋の東西を問わず必然的であると指摘されている。なぜなら、一次産品が取引される場がフロー（流量）の市場であるのに対し、株式や株価指数先物が取引される場がストック（存在量）の市場であるからである。一次産品は農産物にせよ、金属にせよ、資源にせよ、その多くが生産―加工―消費というプロセスを経てサイクルが完結する。このように一次産品は農産物であれば概ね1年、金属、資源についても一定期間のサイクルで循環し消費されるフローの性質を有する。

他方、証券は、国民経済や証券市場の発展と歩調を合わせ、時の経過とともに累積する性質を有する。たとえば、日本で最も取引量が多い新発10年物国債は「60年償還ルール」⁵⁾に則り、償還期限を迎える10年ごとに借換を繰り返し、60年経過しないと全体の償還が終わらず、市場に存在し続ける。この事実は国債がストックの性質を有することの証左といつてよい⁶⁾。

さらに、周知のように、株式には償還期限がなく、基本的に発行元企業が継続的に活動する限り流通市場で売買され続ける。このように株式は国債よりもストックの性質が強い。以上から株式に関する先物市場＝株価指数先物市場はいったん設立されれば、国民経済や証券市場の発展と歩調を合わせ、規模を拡大し続けるのは必然といつてよからう。

3. 株式市場と投機

(1) 株式市場の創成と投機

次に、流動性の高い資産市場では、なぜ投機取引が主流を占めるのかについて考察する。ここでは、株式市場に焦点を当てる。株式会社と株式市場の創成までさかのぼることとする。世界史上、15世紀半ばから17世紀半ばにかけての時代は大航海時代といわれるが、オランダでは1602年に東アジア貿易に独占権を持つ国策会社であるオランダ東インド会社が設立された。ここで東アジアとは、アフリカ大陸南端の喜望峰から南アメリカ大陸南端のマゼラン海峡までの沿岸地域すべて、つまりアフリカ大陸東岸からアラビア半島、ペルシャ、インド亜大陸、東南アジア、中国、日本を含む広大な地域を指していた。同社の設立に際してオランダ連邦議会が同社に特許状を与えたことから、同社は永続的性格を有することとなった。そして同社こそが世界最初の株式会社と位置づけられる。なぜなら、同社は「会社＝継続的活動体」(going concern) という会社⁷が会社であるための前提条件を満たすとともに、株式会社の基本的要件である①有限責任制、②法人格、③株式の自由譲渡性をほぼ充足しているからである。

補足1：株式会社の基本的要件とオランダ東インド会社

まず、株式会社の第1の基本的要件と位置づけられる有限責任制について見ていこう。有限責任制とは、たとえ株式会社が債務超過で経営破綻しても、株主は（出資金を取り戻すことはできないものの、法律上会社の所有者であるにもかかわらず）会社の残債務、すなわち清算後も未払いのまま残された会社債務に対して法律上、支払義務を負わないルールを指す。このように有限責任制の下では、株主は損失額を多くとも出資額までに限定させることが可能である。他方、無限責任制の下では、株主は損失額の上限を事前に確定させることが不可能で、自己資産をどれほど危険にさらすか想定できない。したがって、投資家から出資を募るには、無限責任制よりも有限責任制の方が圧倒的に有利である。そしてオランダ東インド会社は設立時に有限責任制が採用され、同社の第1次航海では、設立当初は出資者に無限責任が課されていたイギリス東インド会社が第1次航海の際に集めた出資金の実に12倍超の出資金を集めるのに成功した。

次に、株式会社の第2の基本的要件と位置づけられる法人格について見ていこう。法人格とは、法人としての資格を指す。そして法人とは、一般的に「自然人と同様に、法律上、権利を取得・行使し、義務を負担することができる」とされているものと定義される。法人の典型が会社であるが、会社は共同体の全体的な枠組みを表す「概念」にすぎない。そのような「概念」に法律上、権利の取得・行使、義務の遂行などを認めるのは、社会・経済を円滑に運営するためである。いわば、法律上の技術的な工夫である。たとえば、社長が会社を代表して個人の資格で契約の締結や許認可の取得、訴訟の提起などを行った場合、社長が死亡・失踪すると、契約や許認可、訴訟などの有効性が失われる。他方、会社に法人格が与えられ、法人として契約の締結や許認可の取得、訴訟の提起などを行った場合、たとえ社長が死亡・失踪しても、契約や許認可、訴訟などの有効性は保持される。とりわけ、法人格があれば、会社は法人として資本蓄積を行うことが可能になる。そうなれば、会社は蓄積された資本、すなわち内部留保を使って設備投資を行えるので、会社の規模を拡大することが容易になる。法人格のない「組合」の場合、一事業年度に稼ぎ出した利益は法律上、すべて構成員に分配しなければならない。このように法人格のない組合は資本蓄積を行えず、その分、組織の規模を拡大することは困難になる。

ただし、上述のように、法人は「概念」にすぎないため、法人に代わって意思決定や行為を手掛ける主体が必要となる。それが「機関」である。つまり、機関とは、法人の意思決定や行為をつかさどる自然人や会議体を指す。具体的には、株主総会（株式会社の基本的な経営方針を決定する会社の最高意思決定機関）、取締役会（株式会社の業務執行について意思決定を行う決議機関）、代表取締役（対外的に会社を代表する機関で、当該取締役の意思決定や行為は対外的に会社の決定や行為と見なされる）などが該当する。

さて、設立当時のオランダ東インド会社に法人格が備わっていたか否かについて検討した文献は見当たらない。大塚（1969）を筆頭にほぼすべての文献で、同社では「取締役団が会社機関として確立したこと」から、（法人格に代わる）株式会社の基本的要件のひとつを満たしていたと見なされている。しかしながら筆者は、オランダ東インド会社には法人格が備わっていたと考える。なぜなら、同社の設立に伴って投資家は直接、会社＝法人に対して出資できるようになったからである。先駆会社の頃は、取締役を通して間接的に出資できるとどまった。なお、オランダ東インド会社は沿岸各地に設立された6つの先駆会社が政府の仲介を受け合併したものである。また、オランダ連邦議会が同社、すなわち法人に対して特許状を与えていたことも見逃せない。しかも、法人格と機関は密接に関連しており、上述のように、法人の意思決定や行為をつかさどるものこそ機関であり、法人格を前提としなければ機関は成り立ち得ない。17世紀初頭のオランダで人々が一般的に法人格の意味内容をどれほど把握していたのかは不明であるものの、以上の理由から同社には法人格が備わっていたと見なしてよいのではないか。

最後に、株式会社の第3の基本的要件と位置づけられる株式の自由譲渡性について見ていこう。株式の自由譲渡性とは、株主は保有株式につき、株式市場で自由に譲渡（売買）できることを指す。株式会社制度には「出資金払戻禁止の原則」があり、いったん会社に出資すれば、株主は会社から出資金の払戻を受けられない。そのような条件の下で株主が投下資金を回収するには保有株を他の投資家に売却する以外に方法はない。したがって「株式譲渡の自由」が認められている（中島、2025）。制度上、株式に自由譲渡性が備わっているからこそ、株主は株式市場で保有株を売却することで投下資金を回収するとともに、当該株の価値下落・喪失リスクを他の投資家に転嫁することも可能となる。その際に取引の対象となる株式の流動性（取引量）が十分で、株式市場の取引上のインフラストラクチャー（法制度等）が整備されていれば、その分、株主は円滑に保有株を売却できる。オランダでは1602年にアムステルダム証券取引所が設立された。そして、譲渡の自由が保障されたオランダ東インド会社株はそこで取引されることとなった。後述のように、そこでの同社株の取引は活況を呈した。

オランダ東インド会社が設立された1602年には、同社株の取引（売買）が集中的に行われる場としてアムステルダム証券取引所が設立された。同取引所は世界史上、株式取引が行われた世界最古の証券取引所と位置づけられている。なお、羽田（2017）によると、高配当が期待できる同社株は人気が高く400%以上の価格で取引されたという。同社株に高い配当金が支払われた理由については後段で詳述する。

上述の経緯で設立されたオランダ東インド会社は譲渡自由な株式を発行して資金調達を行い、既発行の株式がアムステルダム証券取引所でオランダ商人⁸を介して投資家同士で売買されることにより、株式の発行・流通市場が出揃い、株式市場が誕生した。

オランダ東インド会社の設立当初の資本金は 642 万 4,588 ギルダ―であった。一方、同社設立の 2 年前の 1600 年に設立されたものの、組織形態がジョイント・ストック・カンパニーにすぎなかったイギリス東インド会社⁹の第 1 次航海（1601 年 2 月）の出資金は 6 万 8,373 ポンドで、これを 1609 年頃の為替相場（1 ポンド=約 7.8 ギルダ―）で換算すると約 53.3 万ギルダ―にとどまった。このようにオランダ東インド会社は、イギリス東インド会社の実に 12 倍超の出資金をヨーロッパ中の投資家から集めることに成功したのである（永積、1971。中野、2002。羽田 2017）。

では、オランダ東インド会社株を巡る取引はどのような性質を帯びていたのであろうか。同社には東アジア貿易の独占権が賦与され、巨額の利益の獲得、したがって出資者には高い配当金の支払いが予想された。そして当時、同社の配当額は実際の利益額とは関係なく決まっていた。その理由は次の 2 つである。ひとつは、幼稚で未熟な会計処理によって正確な利益額を把握できなかったことである。当時のオランダの経済界ではすでに複式簿記が定着していたものの、オランダ東インド会社では、オランダ本国と東インドの在外商館では会計システムが異なっていた。すなわち、東インド側では複式簿記が導入され精緻な会計システムが構築されていたものの、オランダ本国では先駆会社の頃からの旧来の記帳方法が継承されていた。そして、本社の収入・支出の管理は、まったく損益計算を行わず、単に各支社（カーメル）が帳簿を持ち寄って残高表を作成し、各残高が「総合状態表」に記帳されるにすぎないものであった。このように同社のオランダ本国側では会計システムが杜撰なものであったため、商品ごとの利益額すらはっきりと識別できなかった（中野、2020）。

もうひとつは、オランダ東インド会社は当時、非常に専制的な「17 人重役会」（取締役 60 人の中から選定）によって運営されており、配当額が彼らの恣意的な判断に依拠していたことである。なお、現代の株式会社制度とは異なり、同社の最高意思決定機関は「17 人重役会」であり、株主総会は存在しなかった。実際の記録（図表 1）に照らすと、同社の配当については当時、全般的に配当率は利益に比べて不当に高く、配当額はあまりにも「寛大に」決定されていたことが明白である（科野、1988）。大塚（1969）によると、同社の 1605～14 年の配当率は平均 24%であったという。重役たちは配当率を恣意的に決定することで株価を操作し、同社株の投機取引によって利益を得るとともに、高配当によって一般の出資者の不満を抑制した。こうした同社の配当率の恣意的な決定は同社の財務内容を非公開にすることで可能になり、それは同社が 1799 年に解散するまで続けられた（八重森、2017）。

図表 1 オランダ東インド会社の配当

配 当 年 月	現金または現物支給	配当率 (%)
1610 年 4 月	メ イ ス	75
11 月	コショウ	50
11 月 15 日	現 金	7.5
1612 年 3 月	ナツメグ	30
12 月	現 金	57.5
1613 年 8 月	〃	42.5
1618 年 2 月	〃	62.5
1620 年 4 月	〃	37.5
1623 年 11 月	グローブ (1 ポンド 60 スタイフェル替え)	25
1635 年 5 月 15 日	〃 (1 ポンド 60 スタイフェル替え)	12.5
8 月 20 日	〃	〃
1636 年 3 月 1 日	〃	25
11 月 1 日	〃	12.5

(注) メイス、ナツメグ、グローブはモルッカ諸島 (東南アジア) を原産地とする香辛料である。

1613～20 年は、希望により香辛料または現金で受け取ることができた。

1623～36 年は、現物支給 (配当) だけ行われた年を挙げた。なお、現物支給 (配当) は 1643 年に至るまで続けられた。

出所：科野 (1988)、48 ページ (一部加筆)。

オランダ東インド会社の配当を巡る、こうした状況を受けて投資家の間では様々な思惑が生まれて同社の株価は大きく変動した。価格変動が大きくなれば、当然ながら、それに比例して投機取引も活発に行われることとなる。以上の経緯から同社株を巡る取引は投機色を帯びることとなった。それに拍車を掛けたのが先物取引である。先物取引とは、将来の特定の日に、何を、どれだけ、いくらで売買するかという契約を現在しておき、特定の日までに反対売買するか、特定の日に契約を履行するか、いずれかによって決済する取引を指す。先物取引の最も重要かつ基本的な機能は価格変動リスクの回避、すなわちリスク・ヘッジにある。定説では、先物取引の起源は 17 世紀初頭にオランダのアムステルダムで行われていた穀物、ブランデー、鯨油、コーヒー豆などの取引に求められる¹⁰。こうして始まった先物取引がオランダ東インド会社株の取引にも応用された。つまり、同社株については当時すでに現物取引だけでなく先物取引も可能であったのである。そして、先物取引に強く後押しされ、オランダ東インド会社株の取引はきわめて投機色の濃いものとなった¹¹。

先物取引はもともと投機を呼び込まなければ成立し得ない制度であった。現物を取り扱うオランダの工業者、商人たちの価格変動リスクを回避したいというニーズから、上述のよ

うに、17世紀初頭に先物取引が始まった。先物取引に備わっているヘッジ（掛けつなぎ）機能とは、このように実需筋の価格変動リスクを回避したいというニーズを可能にする役割を指す。理論上は、たとえば売りヘッジに買いヘッジが対応することが考えられるものの、経験上は一般的にヘッジ目的で先物取引を活用する場合は買いヘッジよりも売りヘッジの方が圧倒的に多い¹²ことが知られており、したがってヘッジャーに対応して投機家（speculator）が先物取引に参加しなければ、十分な流動性（取引量）の確保と継続的な価格形成は見込めない（杉江、1984。小松、2010）。また、経験上、ヘッジャーの取引が断続的であるのに対し、投機家は売却すべき現物を保有せず、また現物を購入する意思もなく、単に価格変動差益を獲得することが目的であるため、その機会を見つけるといつでも市場に参加してくる。このように先物市場にとって投機家は流動性を増やしたり、価格形成の連続性を保ったりする上で重要な役割を果たすのである¹³。

以上の理由から、先物取引には投機家に市場への参加を促すため、幾つかの制度措置が講じられ、それが先物取引の特徴にもなっている。投機家を呼び込むための主たる制度措置は次の2点である。ひとつは「証拠金取引」が可能となる点である。先物取引では、総取引額の10分の1以下の委託証拠金を支払えば取引に参加できる。その結果、投機家は（予想的中すれば）少額の資金で多額の利益を手中に収めることが可能になる。つまり、投機家にとって先物取引は「槌子の原理」を用いる形で資金効率が非常に高いものとなる。もちろん、槌子の原理を用いる分、（予想が外れた場合）損失額も多額になる。たとえば、証拠金率が5%ならば20倍のレバレッジ（槌子）をかけていることになり、利益も損失もレバレッジの倍数に比例することになる。先物取引がハイリスク・ハイリターンといわれるゆえんである。ともあれ、先物取引が証拠金取引で、資金効率が非常に高いことが投機家を先物市場に誘引する要因のひとつとなっている。

もうひとつは「差金決済」（売買の対象となった現物の受け渡しを行わずに反対売買を行って、その結果生じた差額のみを決済すること）が可能となる点である。先物取引では、各限月の決済日＝期日に差金授受により清算する（売買契約を消滅させる）ことができるだけでなく、取引最終日までならいつでも反対売買により建玉を手仕舞う（その際は差金決済が行われる）こともできる。もちろん、決済日に備えて売買契約相当分の資金や商品を事前に準備しておく必要はない。

さて、オランダでは、オランダ東インド会社株が取引されるようになってから、国民の多くが投機家と化し、本業を疎かにして一獲千金を狙って、同社株の投機取引に熱狂した。そして、このように投機で過熱する株式市場の状況（→国民経済に多大な悪影響）を危惧したオランダ連邦議会はついに1610年、プラカート（法令）によってオランダ東インド会社株の空（カラ）取引（先物取引での差金決済の側面を強調した言い方）を禁止することとなった。

以上の考察が明示するのは、株式市場は創成当初から投機と密接不可分な関係にあったことである。

(2) 株式市場の組織化と投機

前項で概観したように、株式市場は17世紀初頭に誕生してから一貫して投機と強く結びついてきた。近代以降もその傾向は変わらなかった。本項では、このことをケインズの所論に照らして見ていこう。近代以降の、資本主義経済の発展と株式会社・証券取引所の整備はいわゆる「所有と経営の分離」をもたらすと同時に、株式市場の組織化を大幅に促進した。ここで「組織化」とは、取引上のインフラストラクチャー（証券取引所、上場、投資家保護、違法取引の取り締まりなど株式の発行・流通市場に関する法制度）が整備され、かつ流動性（取引量）の水準が高くなることを意味する。こうして、投資家は保有株式を売却することによって必要に応じて投下資金を回収することが常時、可能になった。すなわち、株式市場が組織化されることで、個々の投資家は投資の流動化が可能になり、投資活動に伴うリスクを軽減できるようになったのである。また、彼らにとっては、短期間のうちに何回も売買を繰り返して価格変動差益を獲得することも容易となった。

ところで、ケインズ経済学の本質は、しばしばその人間行為論的側面が強調され「不確実性下の意思決定」という論理にあるといわれる。これは、経営者、銀行家、投資家・投機家、消費者など各経済主体が不確実性に支配された経済体系の下で彼らの行動をつかさどる「期待」(expectation)に基づいて決断、行動し、それが消費性向、流動性選好、および資本の限界効率に反映される、つまり国民所得水準や雇用水準を決定するきわめて重要な変数を左右することを意味している。

では、ケインズがいうところの不確実性とはいかなるものであろうか。Keynes (1937)によると、「不確実な」(uncertain)ということは、「蓋然性の小さい」(improbable)ということとは区別されるという。

「この意味においてルーレット・ゲームは『不確実性』の問題には属さず、富籤、戦勝公債に対する見込みもまた同様である。あるいは寿命に対する期待もまたほとんど『不確実な』ものではない。そして、天候さえもやや『不確実な』ものであるにすぎない。私が使っているこの言葉の意味は、ヨーロッパでの戦争の見込みや、20年後の銅価格や利子率、あるいは新発明が陳腐化しているかどうかということや、1970年の社会体制における私的富の所有者の地位といったことが『不確実』であるということである。これらの事柄については、なんらかの確率を形成することができるという科学的基礎はなにもない。われわれは単に知らないだけである」(Keynes,1937,pp.213-214)。

この叙述の中でケインズが不確実性に直面する実例として列挙したものから、彼が想定するところの不確実性とは、生起確率を計算したり、経済変数の数値を求めたり、状況を描写しようにも、現存する情報や知識が役に立たないことは明らかで、手掛かりがほとんどない状態を意味することが分かる。ここでは、彼がいうところの不確実性とは、現存する情報

や知識を適用できないことが明らかで、確信度の高い期待を形成できない状態であると定義づけよう。なお、ケインズは『一般理論』では不確実性を端的に「われわれの将来を蔽い隠している時間と無知の暗い圧力」(Keynes,1936,p.155 [邦訳、153 ページ])と表現している。

さて、ケインズはもちろん、株式市場における投資や投機についても「不確実性下の意思決定」にはほかならないと考えていた。そして彼は『一般理論』第12章「長期期待の状態」において投資家または投機家を「素人筋」の投資家と「玄人」筋の投資家に区分し、それぞれの行動特性について議論を展開した。はじめに、両者に共通する特徴を見ていこう。ケインズによると「人間本性は早急な結果を欲している。手っ取り早い金儲けには特別の楽しみがあり、遠い将来の利得は、普通の人はこのきをきわめて高い率で割り引くものである」(Keynes,1936,p.157 [邦訳、155 ページ])という。この叙述は、人間は将来の不確実な利益よりも現在の確実な利益を重視しがちであることを意味している。これは日本の「明日の百より今日の五十」という諺(ことわざ)や、行動経済学の「現在志向バイアス」という概念に当てはまる。以上から、投機は人間にもともと備わっている短期的な成果を追求しがちであるという性質と親和性が高いことが理解されよう。

続いて、「素人筋」の投資家と「玄人筋」の投資家の行動特性の違いを見ていこう。「素人筋」の投資家は株価に影響を与える情報を収集したり、分析したりする能力を程度の差こそあれ十分に備えていない。彼らはまた、株式投資に関する経験値も低い。現代の経済学では、彼らは **noise trader** と呼ばれる。なお、杉江(1983)では、株価に影響を与える情報は次のように整理されている。

- 株式に関する情報
- (イ) 相場情報—株価、取引高などの情報
 - (ロ) 企業情報—収益、配当に関する情報
 - (ハ) 市場環境情報— i) 内外経済、金融・財政など市場外部の情報
— ii) 信用取引取組状況など市場内部の情報

さて、ここでケインズが不確実性下の人間行動の一般特性をどのように捉えていたのかについて検討しよう。というのも「素人筋」の投資家の行動特性はそれと密接に関連しているからである。たとえ自らが生を営む社会・経済が不確実性に支配されていようとも、人間には経済活動の諸場面で必ず意思決定を行わなければならない機会が訪れる。Keynes(1937)によると、不確実性下で合理的に決断、行動しなければならないとき、人間は次のような態度を示しがちであるという。

「(1) われわれは、過去の経験の虚心な吟味がこれまでいつも将来に対する役立つ指針であったと証明されているであろう以上に、現在ははるかに将来に対する役立つ指針であると想定する。換言すれば、われわれは、実際の性格がまったく分からない将

来の変化の見通しを大部分無視する。

- (2) われわれは、価格によって表現されているような現在の意見の状態と、現在の生産量の性格とが将来の見通しについての正しい要約に基づいていると想定する。その結果、われわれはなにか新しく、関連するものが構図に入ってくるのでなければ、しかも入ってくるまでは、それをそのようなものとして受け入れることができる。
- (3) われわれは、自己自身の判断が価値のないものであることを知っているので、おそらくはよりよく知っている残りの世界の人々の判断に頼ろうと努める。すなわち、われわれは大多数、あるいは平均の行動に一致させようと努める。個々人がそれぞれ他人〔の行動…筆者：注〕を真似ようと努めている社会の心理によって、われわれは厳密に慣行的判断と名づけられるものに達することになる」(Keynes,1937,p.214)。

ケインズは不確実性下で見受けられる人間の決断・行動の一般的な特性を「慣行」(convention)という言葉で表現している。それに照らすと(1)は時間次元での慣行であり、(2)は集計的表現に対する慣行であり、(3)は行動次元での慣行である。これら3つについて詳しく見ていこう。(1)は、未知の将来について展望する際に、人間は一般に「温故知新」を図ることをせず、将来を現状の延長線上にあると想定することを意味している。

(2)は、たとえばバブルを伴った激しい(振幅のきわめて大きい)景気循環の中でブーム期、バースト期に不確実性が著しく高まった際に、各経済主体が公共部門、民間部門を問わず株価指数などマクロ経済と密接に関連する経済指標が将来に関するあらゆる情報を正確に織り込んでいると想定し、こうした経済指標に自らの行動の指針を求めがちになることを意味している。(3)は、人間は自己の判断力に信用が置けない場合、いわゆる「横並び行動」を取りがちであることを意味している。株式市場においては、分析・判断力に自信がない投資家はどうしても「順張り」しがちであることを意味しよう。

ケインズはまた『一般理論』では特に上の(1)について次のように詳述している。

「われわれが期待を構成するさいに、きわめて不確実なことがらを重視することは愚かであろう。したがって、われわれが幾分でも確信をもつ事実によってかなりの程度導かれることが合理的であって、たとえ曖昧で乏しいわれわれの知識しかない他の事実に比べて、われわれの確信する事実が問題にとって決定的に適切な関係をもたないにしても、そうである。この理由のために、現状の事実がある意味において不釣り合いに、われわれの長期期待の構成の中に入ってくるのである。われわれの普通の慣行は、現状を受け取り、それを将来に投影することであって、その場合われわれが変化を期待する多かれ少なかれ確定的な理由をもつかぎりにおいてのみ、それを修正するにすぎない」(Keynes, 1936, p.148 [邦訳、146 ページ])。

つまり、ケインズは、人間が期待を形成する際には、多少なりとも確定的に変化が見込める理由を持つまでは、情報や知識が乏しくて確率計算が非常に難しい将来のことは考慮せず、問題との関係は明確ではないものの、ある程度は確率計算が可能な現状の事実をもっぱら考慮に入れ、現状を将来に投影する、すなわち将来は現状の延長線上にあると想定する、と述べているのである。こうして人間は結局のところ、「変化を期待する特別の理由をもたないかぎり、現在の事態が無限に持続すると想定する」(Ibid.,p.152 [邦訳、150 ページ]) こと、換言すると現状を無限に将来に投影することを本質とする慣行にしたがって決断、行動することになるのである。

以上から「素人筋」の投資家の行動特性を筆者なりにまとめると次のようになろう。「素人筋」の投資家は総じて現時点において市場で形成されている株価は発行元企業の経営実態を適切に反映しており、当該企業の経営実態の変化を予兆させる情報が公表されない限り、当該企業の株価の趨勢は少なくとも当面は持続すると想定し、他の投資家の動向をも視野に入れて「付和雷同」的に意思決定・行動しがちである。そして彼らの意思決定・行動に多大な影響を与えるのは、投資先ないし投資候補先企業の経営実態に関連する情報の真正な変化(予想収益の修正など)だけであり、次世代=遠い将来にたとえば、当該企業が持続的な成長を遂げているのか、業績がどのように推移しているのか、取り扱っている主力商品・サービスが果たして社会・経済に受け入れられているのかに関する展望は重視されない。このように「素人筋」の投資家が意思決定・行動するのは、不確実性下で遠い将来のマクロ経済情勢や、投資先・投資候補先企業の経営実態や業績動向については情報、知識が乏しく確信度の高い期待を形成できず、ごく近い将来については、投資先・投資候補先企業に関連する最も新しく発信された情報の真正な変化に注意しながらも、「慣行」にしたがって現状の延長線上にあると想定するからである。

他方、「玄人筋」の投資家は株価を左右する情報、すなわちマクロ経済情勢や景気動向、各業界の現状や将来性、個別企業の経営実態や財務諸表にかかわる情報を収集・分析する専門知識・ノウハウを備え、経験値もきわめて高い。

しかしながら、ケインズによると、そのような「玄人筋」の投資家も組織化された株式市場では、あえて自己の専門知識・ノウハウや経験値を発揮しないという。株式市場の組織化は同市場が一般大衆化することでいっそう促進されるが、これは同市場で「素人筋」の投資家の存在感が増すことを意味する。こうした市場環境の下で、「玄人筋」の投資家は株価が主として素人筋の投資を媒介に形成されている場合、自己の専門知識・ノウハウを発揮して投資対象となる企業が長期間にわたって生み出す収益を予測し、それを踏まえて投資するという行動は取らずに「2、3ヵ月先の慣行的評価の基礎を予測しようとするこの虚々実々の戦い」に身を投じることになる。つまり、玄人筋は、素人筋一般が近い将来にどの銘柄を評価するのかという、群衆心理の方向性を見抜こうと、群衆心理に最も影響を及ぼす種類の、情報や雰囲気の違いをいち早く察知することに力を注ぐのである。玄人筋がこ

のような行動をとるのは、株式市場は徹頭徹尾、多数者の論理が支配する場であり、したがって多大なコストをかけて企業の将来の収益を予測するよりは「市場の心理を予測する活動」(Ibid.,p.158 [邦訳、156 ページ])に専念する方が利益の増加につながるからである。

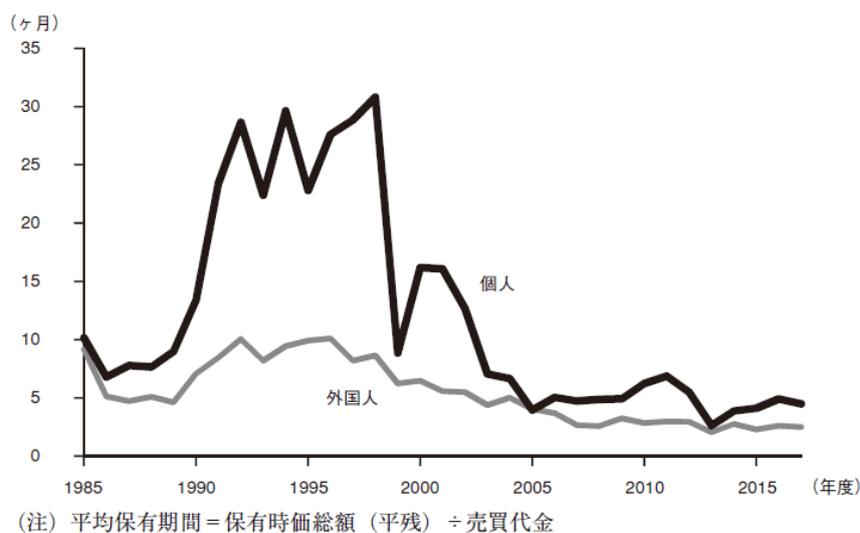
ケインズは「玄人筋」の投資家が株式市場で繰り広げる「虚々実々の戦い」を「美人投票論」に沿って説明している。すなわち、ケインズは、「玄人筋」が行う投資は「投票者が100枚の写真の中から最も容貌の美しい6人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みにもっと近かった者に賞品が与えられる新聞投票に見立てることができる」(Ibid.,p.156 [邦訳、154 ページ])とした。この場合、各投票者は「平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているかを予測することに知恵をしばる」(Ibid.,p.156 [邦訳、154 ページ])のである。つまり、各投票者は、他の投票者の多数による、他の投票者の多数が美しいと思う人は誰かという推測を、推測することによって、投票を決意するのである。このとき、彼らは三次元の領域に達している。さらに四次元、五次元、それ以上の高次元の領域で投機を実践する「玄人筋」の投資家も存在するであろうとケインズは述べている。

ケインズは同時に、専門知識・ノウハウを備えた「玄人筋」の投資家にとってさえ、不確実性＝「われわれの将来を蔽い隠している時間と無知の暗い圧力」は克服しがたい障壁であると捉え、「市場の心理を予測する活動」よりも「いっそう多くの知力を必要とする」(Ibid.,p.157 [邦訳、155 ページ])と見なしていた。このようにケインズは、経済体系を支配する不確実性の存在も株式市場において「玄人筋」の投資家を「虚々実々の戦い」に駆り立てると考えていた。

(3) 考 察

以上、本節では、株式市場は創成当初から近代以降に至るまで一貫して投機と密接不可分の関係にあったことを見てきた。とりわけ、近代以降は株式市場の組織化の進展と歩調を合わせて投機取引は盛んになっている。そして、現代の株式市場にもそれは当てはまる。図表2は、日本の株式市場で1985～2017年度に個人投資家と外国人投資家の平均株式保有率がどのように推移したのかを示したものである。この図表から、個人投資家についてはバブル崩壊を受けて株価が下落し続けた1990年代半ばまでは保有株式を「塩漬け」し、平均株式保有期間は20～30ヵ月で推移していたが、97年11月の金融危機の勃発を契機に「損切り」に踏み切る投資家が急増し、同期間が趨勢的に短期化したことが明白である。特に2005年度以降、個人投資家の同期間は半年に満たず、短期間で推移していることが一目瞭然である。外国人投資家についても同期間は長くても10ヵ月程度で、1990年代後半以降は日本の個人投資家と同様に同期間が趨勢的に低下し、2005年度以降、同期間はやはり半年に満たず、短期間で推移している。このように現代の株式市場においても短期間で価格変動差益を得ようという取引、つまり投機取引が主流を占めているのである。

図表2 現代日本の株式市場における個人・外国人投資家の平均株式保有期間の推移



出所：井出（2018）、5ページ。

では、なぜ株式市場での取引は歴史上、一貫して投機が主流を占めているのであろうか。第1項と第2項の議論を総括すれば、その理由は次の3つに求められよう。第1に、ケインズが『一般理論』で述べたように、人間は本来、不確実性を伴う将来の利益よりも現在、確実に手に入る利益を重視する傾向を持つことである。これは「玄人筋」の投資家にも「素人筋」の投資家にも当てはまる性質である。しかも、ケインズによると、投資家の中には「賭博的本能」(Keynes, 1936, p.157 [邦訳、155 ページ]) に忠実な者も少なからず存在し、彼らは「手っ取り早い金儲け」つまり投機取引に成功した際に得られる利益に「特別な楽しみ」を見出すという。このように、ケインズの観察眼にしたがえば、人間にはもともと短期利益を重視したり、それに魅了されたりする性質が備わっており、そのような性質は投機ときわめて親和性が高いのである。

なお、株式市場の組織化の進展によって流動性（取引機会）が増せば増すほど、投資家は保有株に生じた含み益をそのまま実現益に換えやすくなる¹⁴。そして、各国の政府は歴史的に投資家の投機取引に対する高いニーズに応え、競って流動性に主眼を置き株式市場の基盤整備を進めてきた。それが多くの国民にとって投資家として株式市場に参加するインセンティブとなり、実際に各国の株式市場は発展してきたのである。

第2に、企業にとって株式会社制度と証券取引所への上場が新規投資プロジェクト、設備投資などに要する巨額の資金を調達するのに適しており、ひいては国民経済が成長し続けるのに不可欠な仕組みであることである。上述のように、17世紀初頭、株式会社の基本的要件を満たした上で設立されたオランダ東インド会社はヨーロッパ中から当時ジョイント・ストック・カンパニーにすぎなかったイギリス東インド会社の12倍超の資金を集め、後者の第1次航海が4隻の船隊で航海に乗り出したのに対し、前者のそれは12隻の船隊を

組むことができた。

このように資金調達額に 12 倍超の格差が生じた要因として、羽田 (2017) は当時の英蘭を比較すると商業資本と航海実績についてオランダがイギリスを上回ったことを挙げている。商業資本については次のようにいえる。オランダ独立戦争 (1568~1648 年) の過程で 1585 年にスペインがネーデルラント南部のアントウェルペン (アントワープ) を陥落させ、南部諸州をほぼすべて傘下に収めた。そして同国は南部住民に対してカトリックの信仰を強要した。それを受けて南部のカルヴァン派プロテスタント住民の多くが安住の地を求めて北部、特に商業都市のアムステルダムに移住した。移民には、富裕な商人、熟練工も数多く含まれていた。また、周知のように、カルヴァン派では、勤労と蓄財は貴いものとされ、さらには資産を投資に回すことは社会・経済への利益還元であり、その繁栄につながるとして奨励された。こうしてアムステルダムの人口は 1585 年には約 3 万人であったが、1622 年には約 10 万 8,500 人へと急増した。そして南部から移住してきた有力かつ勤勉な商人たちはアムステルダムに定住すると、ヨーロッパ全体に広がる商業ネットワークを存分に活用して国際商業を展開し、1630 年までにアムステルダムを欧州随一の国際商業都市に押し上げた。さらに国際商業の繁栄は造船業、網や帆を製造する造船関連業、輸入原材料を利用する製糖業などの加工業を盛んにし、同時に南部から移住してきた熟練工の技術を取り入れて織物業も大きく成長した。以上を勘案すると、17 世紀初頭の時点では商業資本につき、オランダがイギリスを上回っていたことは明白であろう¹⁵⁾。

航海実績については次のようにいえる。オランダ東インド会社は沿岸各地に設立された 6 つの先駆会社が政府の仲介を受け合併して誕生したものであるが、先駆会社が初めて航海に乗り出したのは 1595 年のことであり、イギリス東インド会社は設立後の 1601 年に初めて航海に乗り出した。したがって、航海実績についてはオランダがイギリスを上回ることは論を俟たない。

以上のように、商業資本と航海実績の両方についてオランダがイギリスを上回ることは明らかであるものの、筆者はオランダ東インド会社がイギリス東インド会社の 12 倍超もの資金調達に成功した最も大きな要因は、前者が有限責任制 (株式会社の基本的要件のひとつ) を採用したのに対し、後者の出資者には無限責任が課されたことであると考えられる。なぜなら、投資家にとっては、損失額が多くとも出資額に限定される有限責任制の場合に比べ、損失額の上限が事前に確定しない無限責任制の場合には自己資産をどれほど危険にさらすかを想定できず、投資に二の足を踏むこととなるからである。

また、上述のように、オランダでは 1602 年にアムステルダム証券取引所が設立された。そして、株式の自由譲渡性 (株式会社の基本的要件のひとつ) を備えたオランダ東インド会社の株式はそこで取引された。事実上、同社株は上場されたといってよい。こうして同社の株主は同社株を売却することで投下資金を回収するとともに、同社株の価値下落・喪失リスクを他の投資家に転嫁することも可能となった。

以上のように、オランダ東インド会社とイギリス東インド会社の資金調達額の格差は、主

に投資家が負うリスクの格差を反映しているのである。なお、オランダ東インド会社は数多くの航海を経て東アジアの各地に貿易拠点（商館）を築いて商圈と利益を拡大すると同時に、株式会社制度と証券取引所への上場のメリットを活かし、塚口（2018）によると、同社は順調に増資を続け、設立から10年も経たないうちに当初の5倍にも及ぶ資金調達に成功したという。

さて、この当時、実際に船隊を組んで航海に乗り出し、貿易業を営むには巨額の資金調達が不可欠であった。大型船を何隻も建造したり、多数の乗組員を雇用したりするのに多額のコストを要するのはもちろん、海賊船や私掠船（敵国の船を攻撃し物資を略奪する権利が公認された船）との交戦、敵国（オランダであれば、スペイン、ポルトガル、イギリス）との貿易拠点を巡る激しい戦闘などに備えて大型船は頑強な造りのものとし、かつ武装する必要があり、それに多額のコストを要するとともに、壊血病、熱病などの疾病によって大勢の乗組員が航海中に亡くなることを見込んで定員を大幅に上回る数の乗組員を確保するのにも多額のコストを要した。なお、ヨーロッパ各地で乗組員を募集すると、高額報酬がインセンティブとなり、ヨーロッパ中から乗船を希望する「命知らず」が続々とオランダに集まった。したがって当時、航海に際して乗組員数を確保することはさほど難しくなかった。同時に、当然ながら、航海には嵐に遭って船が難破・沈没するリスクや、海賊・私掠船に物資を略奪されるリスクを伴った。

他方、航海が成功すると、場合によっては巨万の富を得られた。羽田（2017）によると、オランダ東インド会社の先駆会社のひとつが編成した船隊（4隻）が1599年に東方から帰還した際に持ち帰った大量の物資は結局、399%の利益率を記録したという。また、科野（1993）によると、オランダ東インド会社が東方から仕入れた香辛料は本国で仕入原価の2.2~3.5倍の価格で販売され、同社に多大な利益をもたらしたという。

以上、オランダ東インド会社が設立時に巨額の資金調達に成功した経緯から分かるように、企業がリスクを伴うものの、成功すれば多額の収益が得られる新規投資プロジェクトや設備投資案件を実行する際に必要となる巨額の資金を調達するのに、株式会社制度と証券取引所への上場は非常に適しているといっていよい。

こうした歴史的経緯を踏まえれば、企業部門にとって巨額のリスク資本を調達する際の株式会社制度と証券取引所への上場の意義は次のようにまとめられよう。上場企業がリスクを伴う新規投資プロジェクトを実行するのに必要となる巨額資金をすべて公募増資で賄う場合、発行市場で不特定多数の投資家に向けて「必要資金額/株価」に等しい数の株式を発行し、出資を募ればよい。こうすれば、投資家は自己の資力に応じた出資が可能となり、企業も多数の投資家から零細な社会的遊休資金をも動員して、短時日のうちに巨額の資金調達が可能となる。また、証券市場では「自己責任原則」が貫かれており、投資家は投資に伴うリスクをすべて引き受けなければならない。もちろん、投資家は投資先企業の新規投資プロジェクトが成功すれば、保有株について増配、流通市場での価格上昇という恩恵を受けられる¹⁶。そして、このように証券市場が機能すれば、企業部門によるイノベーション¹⁷を

促進し、ひいては国民経済の成長・発展をもたらすのである。

同時に、より多くの人々に投資家として株式市場に参入することを促すには、投資家が負うリスクを軽減することも重要になる。それには、ひとつには、株式会社への出資については制度上、有限責任制を導入して投資家の損失額を出資額までに限定しなければならない。もうひとつには、株式会社の基本的要件のひとつに株式の自由譲渡性があるが、それを保証すべく上場株については制度上、可能な限り自由譲渡性＝流動性（取引機会）を保証・増加させなければならない。つまり、より多くの人々に投資家として株式市場に参入することを促すには、株式流通市場（証券取引所）の流動性が潤沢であること、すなわち投資家が保有株を売却することによって必要に応じて投下資金を回収することが常時、可能であり、それに伴い投資に伴うリスクを他の投資家に転嫁できることが不可欠となる。以上のように、投資家が株式会社に出資する際の損失額に上限を設けることと、株式流通市場の流動性が潤沢になり、投資に伴うリスクを軽減できることが、多くの人々にとって投資家として株式市場に参加するインセンティブとなり、実際に株式市場は発展してきたのである。

以上のように、企業にとって株式会社制度と証券取引所への上場がイノベーションに必要な巨額の資金を調達するのに適しており、ひいては国民経済の成長・発展に不可欠な仕組みであるため、各国政府は歴史的に競って株式会社制度を導入・維持し、株式市場の基盤整備を進めてきた。しかしながら、各国政府が流動性に主眼を置いて実施してきた株式市場の基盤整備は、一方で大勢の「付和雷同」的に意思決定・行動しがちな「素人筋」の投資家の市場参加を促すとともに、「玄人筋」の投資家の行動を「市場の心理を予測する活動」に向かわせることになった。こうして組織化が進んだ株式市場は不可避免的に「大衆化」し、投機取引が主流を占めることとなった。

第3に、経済体系を支配する「不確実性」の存在である。上述のように、不確実性はケインズ経済学の鍵概念であり、現存の情報・知識を活用できず、将来に対し確たる展望を描けない状態を指す。つまり、経済や企業の将来については遠い先になればなるほど複雑性を増し、いかなるツールを用いても見極めるのは至難の業になるのである。こうした不確実性の下で、株式投資に必要となる、マクロ経済情勢、個別企業の経営・財務状況などに関する情報収集・分析能力を十分に有せず、経験値も低い「素人筋」の投資家は結局のところ、自身で判断可能な近い将来における情報の真正な変化（たとえば、企業の予想収益の修正）にだけ気を配り、「慣行」にしたがって、つまり「付和雷同」的に意思決定・行動しがちになる。

他方、十分な情報収集・分析能力を有し、経験値も高い「玄人筋」の投資家も不確実性の下では専門知識・ノウハウや経験値を発揮するのが不可欠な「証券分析」(security analysis)でさえ第二義的な重要性を与えられるにすぎなくなる。ここで証券分析とは、証券を発行している企業について過去の財務諸表を時系列に沿って分析し、国際・国民経済、財貨・サービス市場や金融市場、外国為替市場などマーケット全般、産業構造など外部環境が変化し続ける中で利益を稼ぎ出すビジネスモデルがどのように推移してきたのかを明らかにし、将来想定される外部環境の下での利益や成長性をできる限り具体的に算出するという一連の

作業を指す。当然ながら、一連の証券分析の過程では、専門的知見に基づいた技術的加工が施されることとなる。そして利益や配当、成長性に関する予想値に基づき、企業の配当利回り、PER（株価収益率）、PBR（株価純資産倍率）などの投資指標が導き出されることになる。

しかしながら、以上のような、「玄人筋」の投資家が有する専門知識・ノウハウ、高い経験値を駆使した証券分析をもってしても、その対象となる企業についてさほど遠くない数ヵ月先の「真」の株式価値ですら正確に算出することは限りなく不可能に近い。というのも、企業経営・財務に影響を及ぼす要素は膨大な数に上るとともに要素同士が複雑に相互作用を及ぼし、とうてい解き明かせるものではない、つまり人知の及ぶものではなく、しかも現在から将来にかけていかなる経済現象、サプライズ（災害、戦争など）、イベントが起こり、それらが企業経営・財務にいかなる影響を及ぼすのか、現時点では誰も分からないからである。こうして対象企業の経営・財務、成長性などを分析・評価する過程で、どうしても投資家ごとに異なる「主観」や「価値観」に頼らざるを得なくなり、投資家（証券分析を行う主体）の数と等しい数の分析結果（対象企業の将来の利益や成長性、株式価値）が導き出されることになる。

要するに、「玄人筋」の投資家に対しても「われわれの将来を蔽い隠している時間と無知の暗い圧力」＝不確実性は乗り越えられない高い壁として立ちふさがるのである。

以上のように、経済体系を不確実性が支配し、組織化と大衆化が相俟って進展した株式市場の下では、株価は主として「素人筋」の投資家による投機を媒介に形成され、そうなる「玄人筋」の投資家は自己の専門知識・ノウハウ、高い経験値を活かした「証券分析」よりも「一般大衆にわずか先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測すること」（Keynes, 1936, pp. 154-155 [邦訳, 152-153 ページ]) を、言い換えると群衆心理の方向性を予測し、一歩でもそれに先んじることを第一義的に重視して意思決定・行動しがちになる¹⁸。つまり、不確実性下では「玄人筋」の投資家も短期利益の獲得に向けて投機に全力を尽くし、株式市場の平均的意見を先取りしようとする傾向が高まるのである。

4. 株式市場における投機の意義と弊害

本節では、株式市場における投機の意義（メリット）と弊害（デメリット）について考察する。ただし、投機が株価の変動を安定化（緩和）するのか、あるいは反対に株価の変動を不安定化（増幅）するののかについては、ケースバイケースであり、意義とも弊害とも言い切れないため、次節で詳しく検討することとする。

（1）投機の意義

株式市場での投機の意義は、流動性（取引量・機会）を増加させ、市場を活性化させることに求められる。上述のように、近現代の株式市場では組織化と大衆化が進展し、景気変動に左右されながらも通常は十分な流動性が確保されている。こうした状況は、株式投資家に

とって「買いたい時に買え、売りたい時に売れる」ため、臨機応変にポートフォリオを変えることも可能となり、きわめて利便性が高い。腕利きのデイトレーダーであれば、連日、取引時間中に頻繁に取引を行って多額のキャピタルゲインを得、それだけで、つまり投機によって生計を立てることも不可能ではない。

また、流動性が高まり、取引が盛んになるほど、取引時間中に売り注文と買い注文の付け合わせとその約定が続いていく中で、約定価格のギャップまたは振れ幅は小さくなり、同価格は安定的に推移することになる。言い換えると、流動性が低くなり、取引が閑散になるにつれ、約定価格のギャップまたは振れ幅は大きくなり、同価格の推移は不安定化し、大きく上下に揺れ動くことになる。つまり、「薄商い株」や「品薄株」は少量の取引で価格が大きく上下に変動しやすいのである。加えて、「薄商い株」や「品薄株」では、往々にして直近の約定価格と次の取引に備えた気配値との間に大きなギャップが生じる。すると、直近価格で計算した含み益と、その直後の取引約定で得られた実現益との間にも格差が生じ、場合によっては投資家が実際に受け取る売買益が事前の計算よりも大幅に減少してしまう。株式市場全体の流動性が低くなれば、こうしたケースが頻発し、投資家にとって資産運用・ポートフォリオ管理上、不都合が生じることとなる。以上のように、株式市場では、取引が活発になるほど価格形成の連続性と約定価格の安定的な推移を保つのは容易になり、その分、投資家も資産・ポートフォリオの管理面で恩恵を受けるのである。

しかも、現代の（現物取引を引き受ける）株式市場は、株価指数先物市場とも密接に結びついている。株価指数先物取引の機能は主に次の2つである。第1に、投資家にリスク・ヘッジ手段、すなわち価格変動リスクを軽減・回避する手段を提供する機能である。機関投資家や富裕層に属する投資家は通常、多額の資金で（リスク分散をも意図して）多数の銘柄に投資しており、ポートフォリオ全体の値動きは株価指数に連動する傾向が高い。ゆえに、彼らは株価指数先物取引を適切に活用すれば、今後の株価変動からポートフォリオを守ることが可能となる。第2に「価格発見機能」である。現物市場と先物市場の決定的な違いは、前者では現在の需給を反映して価格が形成されるのに対し、後者では通常、市場参加者について当業者（ヘッジャー）よりも非当業者（スペキュレーター）の割合の方が圧倒的に高い¹⁹ため、将来の需給予測を反映して価格が形成されることである。それゆえ、マーケットでは、先物価格は現物価格のいわば先行指標と位置づけられている。その代表例が原油市場で、先物価格がそのまま現物価格（スポット市場での取引価格）となっている。株価については、株価指数先物市場で形成されている価格と照らし合わせることで、将来（たとえば1ヵ月後から1年後）の価格が推測できるようになっている。こうしたかたちで他の先物取引と同様に、株価指数先物取引も「価格発見機能」を発揮しており、それを活用することで機関投資家等は将来に向けて投資計画を立てやすくなる。

このようにリスク・ヘッジ手段を提供する機能と「価格発見機能」を有する先物取引は、市場経済においてきわめて重要な役割を担っているといつてよい。そして、上述のように、先物市場は元来、投機を取り込まないと成立し得ない市場である。株価指数先物市場も当然

ながら投機を前提に成り立ち、高い流動性が要求される。したがって、同市場と密接不可分の株式市場も同様に流動性が高くなければ均衡が取れず、どちらの市場も本来の役割を果たせなかったり、価格形成などがいびつなものになったりしかねない。さらにいうと、株価指数先物市場で形成された価格は裁定取引 (arbitrage) ²⁰を介して現物市場で形成される価格にも影響を与える。つまり、株価指数先物価格の上昇→裁定取引→現物価格の上昇というルートで先物価格が現物価格を引き上げることもよく見られる現象である。株価指数先物市場と現物市場はもはや価格形成面で一体化しているといっても過言ではない ²¹。以上から分かるように、(現物取引を引き受ける) 株式市場で流動性が高まれば高まるほど、株価指数先物市場も本来の役割を果たしやすくなり、株式市場全体の利便性が増すとともに、取引も活発になるのである。

(2) 投機の弊害

株式市場での投機の弊害は次の2つである。ひとつは、一国の株式市場において相当の割合の国民が投機に魅了され、投機が際限なく拡大し続けると社会秩序を乱しかねないことである。株式市場における投機は、対象となる銘柄を購入(または空売り)→短期間で売却(または買い戻し)することで売買益を得ようとする行為であり、わずかな労力で(相場が投機家の思惑通りに推移すれば) 過大な利益の獲得を可能にする。加えて、投機に成功すれば、投機家は射幸心が満たされる。ここでケインズの言葉を借りれば、投機の成功は人間に固有の「賭博的本能」を活性化させるのである。さらに、成功体験を重ねれば重ねるほど、投機家は「不労所得」によって資産を蓄積するとともに「賭博的本能」はますます活性化するに違いない。そして、労せず大金を手にした投機家が数多く現れれば、彼らは大衆の羨望の的となり、その姿に憧れを抱いた大衆もまた一獲千金を夢見て投機を実行に移そうとする。こうして、バブルの生成・膨張期に典型的に見られるように、株式市場が投機で過熱すぎると、大衆が投機家と化し、その数は雲霞(うんか)の如く膨大な数に至り、彼らは次から次へと株式市場に参入することとなる。

さて、上述のように、ケインズは投資家を専門知識、技量(マクロ経済情勢、個別企業の経営・財務に関する情報収集・分析力)、経験値に応じて「素人筋」と「玄人筋」に分類した。他方、Emery(1910)は、投機家は投機に回せる資金量、資質(才覚)、さらに本業(calling)や専門職に対する姿勢という3つの要素にしたがって3つの類型に分けられると見なした。第3の要素は倫理(または道徳)的なものであるが、そこにエメリーの所論の特徴が見出せる。

エメリーによると、投機家は次のように3つの類型に分けられるという。第一の類型は専門投機家で、富裕層に属する投機家、ファンド・マネージャーなど多額の資金を活用でき、生業として投機を手掛ける人々を指す。エメリーはこうした投機家は相場操縦、風説の流布、インサイダー取引など不正行為に手を染めなければ、価格変動リスクと信用リスクを引き受け、マーケットになくなくてはならない存在であり、倫理上も批判の対象にはならないと見な

す。

第2の類型は兼業投機家で、彼らは一定の自己資産と判断力を備え、普段は真摯に本業や専門職に向き合っているものの、単なる投資に飽き足らず、自己資産の一部を価格が常時変動しているマーケットに投じ、投機取引から高収益を得ようとする傾向を有する人々を指す。エメリーによると、彼らの投機については、理性的に実行しているのか、投機額が自己資産の範囲内であるのか、投機に費やす時間と労力が本業や専門職を営む上で支障となっていないのかが倫理上、問われることになるという。そして、エメリーによると、彼らが理性を失って、信用・先物取引を利用して自己資産額を超え、収入の糧となる本業や専門職を営むのに支障を来たしてまで、相場の動向に四六時中、気を配るなど投機に夢中になりすぎると、次に述べる第3の類型に墮落しかねないという。

第3の類型は「瑣末な賭博師」(small gambler)で、彼らは、十分な自己資金を有せず、資質も備わっていないのに、一獲千金を夢見て投機に熱狂する人々である。エメリーは、彼らは最も厳しい非難に値すると見なす。彼らは、損失を補填する資力を持たずに投機に走り、自分自身や家族に深刻な痛手を負わせたり、身の丈に合わない規模の投機がはらむ危険性に対して必要な判断力を備えていなかったりする。エメリーは、投機家について第1と第2の類型はリスクの担い手として、その存在意義(raison d'être)を積極的に認めているものの、第3の類型が手掛ける投機に対しては、倫理的見地に照らして、もはや「賭博」と見なさざるを得ないと断罪する。

ひるがえって、株式市場が投機で過熱しすぎると、第3の類型に属する投機家が急増するとともに第2の類型から第3の類型に墮落する投機家も顕著に増加し、相当の割合の国民が投機に熱狂し、本業や専門職を疎かにすれば、必然的に社会秩序は乱れ、いずれ経済の円滑な運営も困難にならざるを得ない。そして、こうした社会・経済情勢は為政者にとって看過できないものであり、経済史を振り返ると、そのような情勢に直面した場合、政府は投機を抑制すべく対抗策を発動してきた。上述のように、オランダ東インド会社株への投機が過熱した際には、オランダ連邦議会はプラカート(法令)によって同社株の空(カラ)取引を禁止した。イギリスで1720年に起こった南海泡沫事件の際には、同年に南海会社の株価はわずか半年間で8倍以上に急騰したことに象徴されるように、イギリスの株式市場はこの頃、投機が燃え盛っていた。そして英政府は投機一色の株式市場や、投機に狂奔する国民の様子をまざまざと見せつけられ、社会秩序が乱れ切っているのを痛感し、同年7月に「泡沫会社禁止法」を制定して投機熱を抑え込んだ。

以上のように、株式市場での投機の過熱は一国の社会秩序を乱し、ひいては経済の円滑な運営を妨げる危険性をはらんでいるのである。

株式市場での投機の弊害について、もうひとつは投機がバブル現象(バブルの生成・膨脹から崩壊に至る一連の過程)においてきわめて重要な役割を果たすことである。周知のように、世界経済史は数々のバブル事件に彩られており、バブル現象に関する文献もあまた存在しているが、ここでは筆者なりに過去の文献を参照しながら簡潔にバブル現象の構図を描

くとともに、バブル崩壊が国民経済にいかなる打撃を与えるのかについて考察する。もちろん、資産市場の中でも議論の中心には株式市場が据えられる。

バブル現象の構図を描くに際して、その前提としてバブルの定義とバブルの「温床」について見ていこう。バブルは一般に「ファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件：経済成長率、物価上昇率、人口、技術水準など）を超えた資産価格の上昇」と定義される。つまり、経済の現況が反映されている様々な指標や、経済力を支える諸要素と照らし合わせ、それらからは想定できない資産価格の高騰がバブルと位置づけられる。たとえば、実質経済成長率がここ数年2～3%で推移しているのに、一国の代表的な株価指数が年々50%超の伸び率を示していれば、相当数の有識者が近時の株価高騰は疑いなくバブルであると指摘することになろう。

バブルの「温床」となるのは、大規模な金融緩和政策、大型の財政拡張政策（財政支出の大幅な拡大、大型減税）などの総需要を大々的に喚起しようとする経済政策の展開である。金融緩和政策は資金調達コストを下げ、株式市場の参加者が借入によって投機を行うのを強く後押しする。財政拡張政策は公共投資の乗数効果（フロー効果）と生産力増強効果（ストック効果）を通じて景気を浮揚させ、経済界や国民の将来に対する展望を楽観へと導きがちである。

では、バブル現象がどのように展開していくのか、見ていこう。まず「異変」の発生である。Kindleberger（1978）によると、「異変」とは、経済主体の「視界、期待、利潤機会、行動を変化させる何らかの外的出来事」（邦訳、53ページ）を指す。つまり、「異変」とは、経済主体の将来の経済状況や景気動向に関する見方や、それに基づく経済行動を変化させる外生的ショックを意味する。「異変」の具体例として彼は、戦争や革命、すなわち広範囲に及ぶ政治的变化を挙げている。すなわち、彼は、戦争については、たとえば第一次世界大戦末期にイギリスでは、戦勝が確実になると、商売敵であるドイツの凋落により産業面でマーケットシェアとビジネスチャンスの拡大が見込まれ、資産市場全般でバブル現象が生じたケースが挙げられるとしている。革命については、彼は同じくイギリスでの名誉革命（1688年）を起点とする南海泡沫事件（1720年）のケースが挙げられるとしている。Kindleberger（1978）によると「名誉革命は、会社創立ブームを引き起こした。1695年までに140の株式会社が設立され、総資本金は450万ポンドに達したが、そのうち1688年以前に設立されたのは1/5以下であった。そして1717年には、総資本は2,100万ポンドに達した」（邦訳、54ページ）という。要するに、彼の解釈によると、名誉革命が英国民に新時代の到来を予感させ、それを機に数多くの会社が設立され、1711年になると国策会社として南海会社が設立され、さらにはそれに便乗するかたちで「泡沫会社」もあまた設立され、それが株式市場での空前の投機ブームにつながり、1720年に至って南海泡沫事件を勃発させたという。

1980年代後半の日本の平成バブルでは、香港の中国返還（1997年7月）を控え、東京都の地理的重要性が高まり、東京都がニューヨーク、ロンドンと並び立つ「国際金融センター」

になるという幻想が「異変」と位置づけられる。この幻想に基づき、1980年代後半に東京都でオフィスビル需要が高まり、それが株式市場にも波及して空前の投機ブームが起こり、地価と株価は右肩上がりですり上がり続けた（日本経済新聞社編、2000、参照）。平成バブルは、キンドルバーガーが指摘した戦争や革命とは異なるものの、政治上のイベントが「異変」となってバブル現象を引き起こしたケースといえよう。

戦争、革命など政治上のイベントのほかに、社会・経済に多大な影響を及ぼすイノベーションも「異変」の発生につながりうる。1999～2000年のITバブルでは、当時、急速に普及していたインターネットに関連する企業の将来性が過大に評価され、アメリカで通信やIT関連企業の株価が急騰した。しかしながら、多くの企業が高騰した株価に見合った利益を上げられず、一部の企業の経営破綻や不正会計の発覚を契機に2000年3月にバブルは崩壊した。

以上のように時勢に応じて多様なイベントが「異変」になりうるが、いったん「異変」が発生すれば、経済界や国民は“new era” psychology (Fisher, 1933, p. 349)、すなわち「新しい時代が幕を開けようとしている」という心理状況に陥る。すると、経済界や国民の「期待」形成は著しく楽観に傾くこととなる。こうして国民経済はブーム期（バブルを伴う振幅の激しい景気循環における好況局面）に移行する。そしてブーム期に入ると、株式市場では、市場参加者に占める投機家の割合が高まって投機取引が活発になり、ついにバブルが生成され、続いて「予測の自己実現」（投機家は近い将来、価格が上昇すると予測するから、その銘柄を買い、こうして買われるからこそ実際に価格が上昇すること）を経て株式市場に新規参入する投機家の数がさらに増え、投機取引はますます盛んになり、バブルが膨張していく。また、ブーム期に資金調達条件が著しく好転した上場企業は総じてエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）を活用して実物投資を積極的に行うことになる。

しかし、膨れ上がったバブルは不可避免的に弾ける。なぜなら、経済実態からかけ離れ、企業業績の裏づけのない株価高騰に対して疑問を呈する経済主体が徐々に増え、期待が反転する可能性が高まるからである。株価が高騰するにつれ、庶民が株式市場に新規参入する際の資金・心理上のハードルは高くなり、新しく取引を始める投機家の数も減っていく。そして、金融緩和政策の方針変更等をきっかけにバブルが弾ければ、株価は必ず暴落する。軟着陸はあり得ない。というのも、バブル膨張は投機的保有者の割合の高まり＝潜在的売り手の増大を意味するので、いったんバブルが崩壊すれば、潜在的売り手が一斉に保有株の売却に向かうのは必至であり、結果的に株式市場が売り一色となるからである。このように投機は、特殊な環境下で異常発生したネズミが終末期に個体数の急増に起因する食糧難、飢餓、ストレスからパニックに陥って次から次へと川や湖に身を投じ、謎の大量死を遂げる²²のと同様に、「自己増殖」因子とともに「自己崩壊」因子を内包している。ガルブレイス曰く「投機の世界はさきやきによってではなく大音響によって終末を迎える」（Galbraith, 1990 [邦訳、116ページ]）。

さて、バブル崩壊は国民経済に深い爪痕を残す。バブルが弾ければ、国民経済はバスト期

(バブルを伴う振幅の激しい景気循環における不況局面)に移行することになる。企業部門が財務戦略の一環として積極的に株式投機を手掛けていれば、自己資本の毀損(過剰債務)により信用力が低下して資金調達に支障を来し、それが実物投資を減少させる。特に株式投機が借入を伴っていたり、デリバティブ(金融派生商品)によりレバレッジを効かせたものであったりすれば、自己資本の毀損はいっそう深刻になる。デット・オーバーハング²³の発生も懸念される。そして、経済の起動力と位置づけられる投資の減少は国民経済の円滑な運営や成長の重い足かせとなる。ブーム期にエクイティ・ファイナンス→実物投資を大規模に手掛けた上場企業は過剰設備・雇用・債務(株式に転換されなかった転換社債は有利子負債になる)に直面し、大規模なリストラクチャリング(事業の再構築)を迫られる。

制度上、株式保有が認められた国の金融機関も保有株の大幅な価値低下により自己資本が毀損し、経営難に陥る。こうした金融機関は貸出の際に信用リスクに敏感になり、貸し渋り・貸しはがしを行いがちになる。こうなると国民経済は信用収縮(クレジットクライシス)に陥り、不況はいっそう深刻になる。

家計部門については、「瑣末な賭博師」が過剰債務を抱え、自己破産に至るケースが多発し、加えて「逆資産効果」(資産残高の目減りや含み損の発生により消費活動が抑制されること)が起これ、総消費が減少する。なお、逆資産効果の大きさは家計部門の金融資産合計に占める株式と株式型投資信託の割合に依存する。

以上のように、株式市場でのバブル崩壊は国民経済に深い爪痕を残すが、その傷を癒すには当然ながら長期間を要することとなる。つまり、いったん株式市場でバブルが弾ければ、国民経済は長期にわたって低迷し続けるのである。そして、こうしたバブル現象で主役を演じるものこそ投機なのである。

5. 投機と株価の変動

(1) フリードマン命題の限界

本節では、株式投機が株価の変動を安定化するのか、あるいは不安定化するのかについて考察する。投機と市場価格の変動の関係について議論する際に必ず俎上に載せられるのが「フリードマン命題」である。第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制の下、外国為替市場では金ドル本位制に基づく固定相場制が敷かれていたが、M. フリードマンは変動相場制を支持する立場から Friedman (1953) を公表した。この論文の中で、彼は変動相場制を採用すれば投機が相場の推移を不安定にするという懸念に対し、伝統的投機論に立脚して「投機が不安定化要因となりうるのは、平均して投機業者が通貨の価値が低いときに売り、高いときに買うばあいに限られる」(邦訳、176 ページ)と主張した。つまり、投機家が全体として正の利益を稼得している場合、投機は市場価格の変動を緩和したと見なされる、というわけである。彼の主張はのちに(変動相場制を採用している)外国為替市場だけでなく、他の市場での、投機と価格変動の関係を議論する際にも引き合いに出されるようになり、「フリードマン命題」と呼ばれることとなった。

フリードマン命題のポイントは次の2つである。

- ① 投機家が全体として正の利益を稼得している限り、市場価格は投機取引が加わることで実需取引だけの場合よりも安定的に推移する。
- ② 将来の相場変動を予測する能力に劣る投機家は損失を被り、市場から淘汰されていく。こうして予測能力に秀でて、正の利益を稼得できる投機家だけが市場に残り、彼らは相場の安定的な推移に貢献する。

第1のポイントについては、投機家が、市場価格が（投機取引がまったく行われず）実需取引だけで形成される場合につき、今後の実需価格の動向を完全に予見できるという前提が必要になる。というのも、投機家は今後の実需価格の動向を、自身が投機を行う際に主たる情報源（または手掛かり）とするからである。また、上述のように、商品一般の市場価格を変動させる要因の大半が需給バランスの変化に求められるのに対し、株式については需給動向だけでなく発行元企業の収益動向もまた価格変動を生じさせる要因となる。商品一般や（外国為替市場で取引される）通貨とは異なり、株式に対する実需をあえて定義すれば（建設的対話、資本提携、拒否・経営権取得など経営参加を目的とした）投資となろうが、いずれにせよ株価の今後の動向を見極めるには少なくとも発行元企業の今後の収益動向を完全に予見できなければならない。フリードマン命題が常に成立するには、商品一般や通貨については今後の実需価格の動向を、株式については発行元企業の今後の収益動向を、投機家が完全に予見できるという前提が必要となるものの、この前提が現実離れしていることは論を俟たない。特に、経済体系を不確実性が支配すると見なすケインズ経済学では、この前提はとうてい受け入れられない。

では、完全予見の前提を緩め、後の検証で投機家が全体として正の利益を稼得していることが確認できれば、投機が市場価格の変動を安定させた、あるいは後の検証で投機家が全体として損失を被っていることが確認できれば、投機が市場価格の変動を不安定にしたと結論づけられるのであろうか。たとえば、杉江（1984）は、1966年に東京証券取引所が実施した調査によって信用取引を利用して投機を行い、利益を得た主体の割合が約20%にすぎず、大部分の投機家が損失を被っていたことが明らかになったのを根拠に信用取引は当時、株式市場に対し価格不安定効果を与えていたと結論づけている。

投機家は市場で「安く買って高く売る」または「高い値段で空売りし、値段が下がってから買い戻す」のに成功すれば正の利益を得られる。たしかに、前者については一連の取引が相場の上昇局面のうちに、後者については一連の取引が相場の下降局面のうちに完了すれば、正の利益＝売買差額の分、市場価格の変動を緩和させたといってよい。しかしながら、それがいつ、いかなる場合でも市場価格の変動の安定化に資するとまではいえない。「頭と尻尾はくれてやれ」という相場格言が教示するように、いかなるトレーダーにとっても、振幅の大小も不規則で、上下の方向性も定まらずに「波」を描きながら相場が日々刻々と変動していく中で、短期であっても上昇局面や下降局面の底値と高値を見極めるのは至難の業であり、それゆえトレーダーは底値買いと高値売りで利益の極大化を図ろうとはせず、ほど

ほどの利益の稼得を目指すのが上策である²⁴。

このように上昇・下降局面で底値と高値を正確に予見するのは困難をきわめる。したがって、今井（1973）が指摘するように、投機家の多くは相場の底入れ後に有価証券、商品などの対象物を購入し、また対象物を売却し利益を確定したい場合も相場が高値の時点を超え、下降局面に入ってから売却することになりがちである。この場合も購入時の価格よりも高い価格で売却しており、投機家は正の利益を稼得している。しかし、この場合には一連の取引は、価格変動の方向性という見地に照らすと、すでに上昇局面に入ってから対象物を購入するため市場価格の上昇を加速するとともに、下降局面に移ってから対象物を売却するため市場価格の下落を加速することになる。つまり、この投機家の一連の取引は市場価格の変動を不安定にしたのである。このように、投機家が全体として正の利益を稼得していたとしても、投機が市場価格の変動を安定させたとは結論づけるわけにはいかない。

以上の議論を総括すると次のようになろう。フリードマン命題の第1のポイントが成り立つのは、後の検証で投機家が全体として上昇・下降局面が継続中に一連の取引（順張りの投機取引）を完了し、正の利益を稼得したことが確認できる場合に限られる。ここからフリードマン命題の第1のポイントが成り立つのは、相当に限られたケースになるといってよからう。

フリードマン命題の第2のポイントは、市場経済の競争原理による自然淘汰を強調したものである。フリードマンは、一連の競争→淘汰プロセスを経て、将来の相場変動を的確に予測でき、売買益を安定的に稼ぎ出す投機家がマーケットの主流を占めるようになれば、必然的に相場は安定的に推移するようになる」と主張している。しかしながら、市場に投機利益機会が存在する限り、新規参入する投機家が後を絶たない、すなわち数多く現れることは想像に難くない。そして、こうした投機家は必ずしも正の利益を稼得できるわけではない。また、実際には、頻繁に取引を行い、利益を得る場合もあれば損失を被る場合もある、つまり「勝ち」と「負け」を繰り返す投機家も多いであろう。こうした投機家は往々にして月単位、年単位で少額の損失を被っても、次の機会に挽回することを誓い、マーケットに残り続ける。さらに、過剰に射幸心を煽られたり、「賭博的本能」が活性化したりした「瑣末な賭博師」は「負け」が込んでも（損失が嵩んでも）破産に至るまでマーケットから去ろうとしないであろう。このようにフリードマン命題の第2のポイントは、ほぼ完全に否定できよう。

補足2：順張り・逆張りの株式投機と株価変動

ここで、本節での議論を踏まえ、ひるがえって伊藤（2016）の「順張りの株式投機が株価変動を増幅し、逆張りの株式投機が株価変動を緩和する」という主張について検討しよう。順張りの株式投機が株価変動を増幅するのは次の2つのケースである。ひとつには、投機家がある銘柄を株価の上昇中に順張りで購入し、しばらく保有し続ける場合は、購入時点で株価に上昇圧力が加わり、その状態が解消されないで、株価変動を増幅したと見なされる。もうひとつには、投機家がある銘柄を株価の上昇中に順張りで購入し、その後に株価がピークを迎え、下降局面に転じてから売却した場合は、利益の正負にかかわらず、株価に

下落圧力を加えたため、株価変動を増幅したと見なされる。しかし、投機家がある銘柄を株価の上昇中に順張りで購入し、同じ上昇局面のうちに高値で売り抜けて正の利益を稼得した場合には、売却時に株価に対して下落圧力が加わっており、一連の取引は結局のところ、正の利益分だけ株価変動を緩和したと見なされる。つまり、このケースでは、順張りの株式投機であっても株価変動を緩和するのである。

順張りの株式投機には、ある銘柄の株価が下落中に信用取引を利用して空売りを行うというものもある。信用取引を利用すれば、期日までに借株を返却しなければならず、売却した銘柄は期間内に必ず買い戻される。この手法による順張りの株式投機では、空売りした銘柄の株価が底を打ち、上昇局面に入ってから買い戻すと、利益の正負にかかわらず、株価に上昇圧力を加えることになり、株価変動を増幅したと見なされる。しかし、この手法による順張りの株式投機で、空売りした銘柄につき、株価が同じ下降局面にある中で買い戻し、正の利益を得た場合、その利益の分だけ株価変動を緩和したと見なされる。

「逆張りの株式投機が株価変動を緩和する」という主張については、株価が低迷する銘柄を逆張りで購入したところ、まもなく株価が反転して上昇し、同じ上昇局面で当該銘柄を売却して利益を確定させれば、たしかに利益の分、株価変動を緩和したと見なされる。また、株価が下落中の銘柄を購入したところ、「落ちてくるナイフ」をつかむことになり、さらに株価が下落し、やむなく「塩漬け」にした（保有し続けた）場合、下落スピードを遅らせたという意味で株価変動を緩和したと見なされる。しかし、逆張りで購入した銘柄が投機家の思惑通り、株価が反転して上昇局面に入っても、ピークを打ったのを確認し、下落局面に移ってから売却すれば利益の正負にかかわらず株価に下落圧力を加えたことになり、株価変動を増幅したと見なされる。また、逆張りの株式投機が意に反し「落ちてくるナイフ」をつかむことになり、投機家がやむなく「損切り」を選択した場合、株価変動を増幅したことになる。そもそも「逆張りの株式投機が株価変動を緩和する」という主張は、フリードマン命題の第1のポイントと同様に完全予見を前提としなければ成り立たない。

以上から、伊藤（2016）の主張は、限られた場面で当てはまるにすぎないと結論づけられる。

（2）考 察

前項で見たように、フリードマン命題が有効なのは、投機家が全体として上昇・下降局面中に順張りの投機取引を完了し正の利益を稼得したケースに限られる。したがって、同命題に照らせば、投機が市場価格の変動を安定化する効果は限定的で、投機は概して市場価格の変動を不安定化すると結論づけられる。この結論は株式市場での株価変動にも当てはまる。

しかしながら、前節で議論したように、株式市場では、各銘柄につき、流動性が高まり、投機を含めて取引が活発になるほど約定価格は安定的に推移し、少量の売買で同価格が大きく上下に変動することはなくなる。もちろん、価格形成の連続性を保つのも容易になる。この見地からは、株式投機は株価の変動を安定化するといつてよい。

ここまでの議論から、結局のところ、株式投機と株価変動の関係については、上昇・下降局面中に完了し投機家に正の利益をもたらした投機取引は株価の変動を緩和するとともに、投機は平時には流動性を高めることで株価を安定的に推移させることが明らかになった。

では、いかなる場合に株式投機は株価の変動を不安定にするのであろうか。前節で議論したように、株式市場でバブル現象が生じている場合、投機は主役を演じ、バブル生成・膨張期には投機取引が日を追うごとに活発になり、株価を著しく上昇させ、バブル崩壊期には投機家が一斉に利益の確定を図ろうと、あるいは損切りしようと保有株の売却に走るため、株価はたちまち暴落する。要するに、いったんバブル現象が発生すれば、株式投機は株価の変動を増幅し、不安定化するのである。

また、リーマン・ショック（2008年9月15日）など世界的な経済・金融危機の勃発時や、ブラック・マンデー（1987年10月19日）などその時点では明確な理由を見出せない謎の株価急落時にも株式市場はパニック売りに見舞われる。そのような場面で、潜在的な売り手である投機家、とりわけケインズのいう「素人筋」の投資家はもともと「付和雷同」的に意思決定・行動しがちであるため、パニック売りの波に吞まれて保有株のほとんどを手離す可能性が高い。このように負のサプライズが生じると、株式投機は株価の下落に拍車を掛ける、つまり株価の変動を不安定化するといつてよい。

では、われわれは平時には株価変動を緩和し、バブル現象の渦中や負のサプライズ発生の際には株価変動を増幅させる投機に対して、どのように向き合ったらよいのであろうか。つまり、われわれは国民経済と関連させて株式投機をどのように捉えたらよいのか、株式投機に対する公的な規制体系をどのように構築したらよいのか、経済政策上はいかなる対応が求められるのか。

以下では、これらの問いに対して、株式投機と債券投機が基軸となって展開されるケインズ経済学の全体像を俯瞰するとともに現代の株式市場の潮流を考察した上で、株式投機に対する公的な規制体系をどのように構築すれば、株式市場は国民経済の安定的な運営・成長に貢献するのか、さらには経済政策全体をいかなる理念・方針に基づき運営すれば、株式市場は上場企業の資金調達の間としての機能を十分に発揮し、株価は合理的に形成されるようになるのかについて検討したい。

脚 注

¹ 資産を空売りし、その後の買い戻しによって値ザヤを得るには、信用取引や先物取引を活用する必要がある。ここでは、株式の信用取引を例に取り、空売り→買い戻しによって値ザヤが得られる仕組みを説明しよう。株式に関する信用取引とは、投資家が委託証拠金を証券会社に担保として預託し、買い付け資金または売り付け株式（株券）を借りて売買を行い、一定の期限内に決済する取引を指す。現代の日本では、委託証拠金率は売買代金の30%以上と定められており、証拠金として現金に代えて有価証券を預託することも可能である。このように信用取引は、約3倍までレバレッジ（梃子）を効かせることを可能にしたハイリスク・ハイリターン取引である。資金の借入を伴う信用買いは決済時点で株価が上昇していれば差額が利益となる。借株を伴う信用売り＝空売りは決済時点で株価が下落していれば差額が利益となる。空売り→買い戻しにより値ザヤが得られる仕組みは、たとえば借り入れたA社株を1株100円で空売りし、A社株が80円まで下落した時点で

買い戻せば、投資家は売値（100 円）と買値（80 円）の差額である 20 円を利益として確定させられる。もちろん、買い戻した A 社株は返却される。

² 河村（1993）によると、総合商社に勤務していた河村氏が在米の頃、ある人物が半導体を商品先物取引所の取扱商品として上場させるというアイデアを打ち出したものの、半導体は技術開発のスピードが速く、内部の仕様ないし構造も短期のうちに進化するため標準化が難しく先物取引に適していないという結論に至ったという。

³ 完全競争市場の条件として次の 3 点が挙げられる。すなわち、①多数の買い手と売り手が公開の市場に集い、加えていかなる主体も価格支配力を行使し得ないこと、②商品は完全に標準化されており、市場参加者のすべてが取引されている商品に関する情報・知識を有していること、③買い手も売り手も自由に参入・退出できること——である。

⁴ Carabelli（2002）では、ケインズは、証券取引所に関する講義を準備するための原稿ノート“Notebook, 8 lectures on company finance and stock exchange, Lent Term 1910”（未公表）の中で「投機が最も盛んになるのは、自然に変動する市場である」（p.104）と記述していることが紹介されている。

⁵ 国債の 60 年償還ルールとは、日本政府が発行した国債を 60 年以内にすべて償還すると定める国債管理政策を指す。具体的には、政府が発行する建設国債や赤字国債について借換分を含め、全体として 60 年で償還を終えるというルールのことである。公共投資によって建設した道路、橋、港湾など社会資本の耐用年数が約 60 年と見なされていたことに由来する。なお、毎年度の一般会計から国債整理基金特別会計への繰入率は、国債残高の約 60 分の 1（1.6%）に設定されている。

⁶ ちなみに日本では 1975 年度以降の国債の大量発行によって、巨額の国債を引受・保有することになった金融機関にとって、国債価格の変動リスクを転嫁する手段が売却に限定されることは、資産運用上きわめて不都合であった。そこで日本の金融機関は国債の引受・保有に伴う価格変動リスクを回避する場として国債の先物市場創設を政府に要望し続けた。それを受けて 1985 年 10 月に東京証券取引所において国債の先物取引が開始されることになった。これが日本初の金融先物市場となった。

⁷ ここで改めて会社を簡潔に定義すれば「複数の人々が集まって各々が財産・知識・ノウハウ（専門技術）などを拠出し、営業活動を行う組織」となろう。なお、世界最古の会社は 578 年に設立された金剛組である。当時の日本は飛鳥時代であった。金剛組は神社や寺院の建築・修復を中心とする、宮大工専門の建設会社である。同社が株式会社化されたのは 1955 年であり、現在も営業を続けている。ゆえに、金剛組は世界最古にして最も長い歴史を有する会社である。

⁸ 当時のオランダにはまだ証券の売買の仲介を専門的に行う業者、すなわち証券業者が存在せず、オランダ東インド会社の株式の売買を仲介したのは、アムステルダムで多種類の商品を取り扱っていた商人たちであった。オランダは 16 世紀後半から 17 世紀後半まで中継貿易（他国から輸入したものをさらに別の他国に輸出するという貿易の形態）で繁栄し、ヨーロッパ有数の大都市であるアムステルダムでは、商人を介して多様な地域の商品が取引されていた。オランダ商人はもともと、ヨーロッパの産品をアジア、アフリカなどに輸出したり、その反対にアジア、アフリカあるいはアメリカからの産品を輸入したりする業務に携わっていたが、オランダ東インド会社の設立は彼らの取り扱う商品の中に、新たに同社が発行する株式が加わったことを意味した。ちなみに、世界最初の証券業者は 17 世紀後半にイギリスのロンドンに出現した株式仲買人（stock broker）に求められる。

⁹ ジョイント・ストック・カンパニーは株式会社の先駆的形態で、合本制組合とも呼ばれる。構成員が出資した資本をすべて結合し、それを単一の結合資本（joint stock）として会社は運営されていた。1600 年に設立されたイギリス東インド会社が代表例であり、同社はオランダ東インド会社と同様に東アジア貿易の独占権が認められ、国王（設立当時はエリザベス女王）から特許状を与えられた国策会社であったが、1 回の航海ごとに出資者を募り、航海が成功すれば収益金を出資者に分配して解散するという形式を取っていた。す

なわち、イギリス東インド会社は当座的性格しか持たない組織であった。しかも構成員＝出資者は無限責任を負わされた。

¹⁰ 詳細については、たとえば杉江（1999）を参照されたい。

¹¹ ただし、オランダにおける商品先物取引、オランダ東インド会社株の先物取引は「取引所」形式で行われたものではなかった。定説では、オランダにおける1634～37年のいわゆる「チューリップ・マニア」（世界最初のバブル事件）の頃には、チューリップの球根が先物取引の対象となり、商人たちが定期的に居酒屋に集まって取引が行われていた。このようにオランダにおける商品先物取引は商人たちが定期的に1ヵ所に結集して取引が行われていたと推測される。一次産品の先物取引が組織的かつ秩序立てて行われる商品先物取引所の起源は、日本において1730年に江戸幕府によって公認された堂島米会所（米、正確には米切手の先物取引所）に求められる。金融先物取引所の起源は、米国においてシカゴ・マーカントイル取引所（CME）が1972年に発足させた主要7ヵ国の通貨の先物市場であるIMM（International Monetary Market）に求められる。株式に関する先物取引所の起源は、上述のように、米国においてカンサスシティー商品取引所が1982年に発足させたバリュールイン総合株価指数の先物市場に求められる。

¹² たとえば、農産物の集荷業者が集荷を終えた時点で集荷量に相当する額を先物市場で売り建て、卸売業者から買い注文を受ける（その際は現物市場で形成されている価格、すなわち時価で取引される）たびに、その量に見合った売り建て玉を買い手仕舞うことで価格変動リスクをヘッジするというかたちで活用される。

¹³ ヘッジャーは現物の取引過程で生じる価格変動リスクを回避する目的で先物市場を利用する。したがって、彼らは基本的には現物取引の規模の範囲内で先物契約を結ぶ。とはいえ、ヘッジャーが現物取引額を超えて先物契約を結ぶケースもよく見られる。これは「オーバー・ヘッジ」と呼ばれるものである。このようにヘッジャーが投機家を兼ねることも決して珍しくない。つまり、実需と投機の区別は機能的には可能であっても、主体によって区別するのは必ずしも容易ではない。

¹⁴ たとえば、「薄商い株」（取引量の少ない銘柄）や「品薄株」（市場で流通している株数が少ない銘柄）では、直近に約定した取引価格と、次の取引に備えた気配値との間に大きな差が生じることがある。すると、直近価格で計算した含み益と、その直後の取引約定で得られた実現益との間にも大きな差が生じ、場合によっては投資家が実際に受け取る売買益が事前の計算よりも大幅に減少してしまう。

¹⁵ ネーデルラント南部出身の有力商人はオランダ東インド会社に積極的に出資した。同社の大株主のうち北部出身者は43名であったが、南部出身者もそれに匹敵する41名に及び、しかも株式の保有額は平均すれば南部出身者の方が多かった。そもそも、同社の設立自体、南部出身の大商人の資産を有効に活用する狙いもあった（水島、2013）。

¹⁶ 庶民から生活資金を普通預金として預かり、企業からは決済資金を当座預金として預かり、それらを資金調達源に含む銀行等の預金取扱金融機関の場合、多大なリスクを伴う貸出案件については、厳密な審査（screening）が必要となり、それには数ヵ月にも及ぶ相当な時日が必要となるとともに、貸出を実行に移すには慎重な判断が求められることになる。このように直接金融とは異なり、間接金融によって多大なリスクを伴う新規投資プロジェクトや設備投資案件に必要な巨額の資金を円滑に、しかも短時日のうちに調達するのはきわめて難しい。

¹⁷ J. A. シュンペーターは主著『経済発展の理論』（初版1912年、第2版1926年）の中で、経済発展の原動力となるイノベーションを次のように定義した。すなわち、①新製品の開発、②新しい生産方法の導入、③新しい販路の開拓、④原料・半製品の新しい供給源の獲得、⑤旧組織の破壊と新組織の形成である。要するに、彼は「一産業における、競争優位の確立につながる事業活動上の成果や組織改編」をイノベーションと位置づけたのである。

¹⁸ たとえば、株式市場では、時折「(好)材料出尽くしの売り」と呼ばれる現象が生じ

る。好決算が予想される企業の株価が右肩上がりでも上昇し続け、そのまま決算期を間近に控え、そこで「素人筋」の投資家が大挙して順張りで買いを入れ、株価が一段と上昇し、いざ決算日を迎えたとしよう。当日公表された当該企業の業績値が事前の予想通りに高水準であったとしても、公表と同時に株価が急落する場合がある。それは、好決算があらかじめ株価に織り込まれており、当面はこれ以上の好材料は出て来ないと判断され、利益の確定売りが嵩むためである。「玄人筋」の投資家が以上の過程を事前に読み切って、決算発表と同時に躊躇なく保有株をすべて売却したり、決算公表の直前に当該株を大量に空売りしたりし、多額の売買益を稼ぎ出せば、それは群衆心理の方向性を見極め、それに一步先んじたといえよう。

¹⁹ 日本で2011年8月～22年6月に関西商品取引所（現大阪堂島商品取引所）等に試験上場されていたコメ先物の取引構成者（当業者と非当業者）の割合について、20年6月～21年5月の各月末の平均値を見ると、全体につき総建玉に占める当業者の割合は23.6%、非当業者の割合は76.4%であった。東京コメに至っては、当業者の割合は0.2%にすぎず、非当業者の割合は実に99.8%に上っていた（農林水産省、2021）。また、当業者がオーバー・ヘッジを行い、ヘッジングと同時に投機を行っているケースは珍しいものではなく、それを考慮に入ると、実態的には投機の割合は表面上の数値をさらに上回ろう。

²⁰ 裁定取引とは、理論的には同じ価値になるはずの2つの商品の価格差に注目し、割高な方を売る一方、割安な方を買って利益を上げる取引を指す。理論上はリスクがなく、安定して利益を上げることが可能である。先物取引では、当然ながら、現物取引よりも長期にわたって契約が続くことになるため、この間の金利や倉庫料、保険料など、いわゆる持越費用に相当する金額が価格に上乗せされる。つまり、先物価格の方が現物価格よりも持越費用の分、高くなるはずであり、現物価格に持越費用が加えられた価格は、先物市場における理論価格と呼ばれる。しかしながら、実際には、先物市場には多数の投機家が参加しており、彼らは互いに新しく発信された情報にどのように反応するのを探り合いながら、（不透明な）将来の価格動向を予測して取引するため、先物価格は必ずしも理論価格と一致しない。経験上も、先物価格が理論価格を大幅に上回ったり、下回ったりすることは決して珍しくない。現物価格、先物価格、および理論価格は、決済日には同一価格（＝現物価格）に収斂するはずであるため、決済日が近づくにつれて三者の価格差は小さくなる。そして、理論価格に近づき価格差がなくなった段階で反対売買すれば、利益を確定させることができる（杉江、1999、参照）。現代では、ITが飛躍的に進歩したため、あらかじめコンピューターに精緻なプログラムを設定しておき、市場で裁定取引が可能な状態が出現すれば、コンピューターが瞬時に高い方に売り注文を、安い方に買い注文を出すようになっている。裁定取引の専門業者や機関投資家がこうしたプログラム・トレーディングを手掛けている。

²¹ この点については後段で詳述する。

²² ハタネズミは、周期的に訪れるササの一斉開花・結実（周期はササの種類によって異なるが、30～35年、60年、120年に大別される）やブナの大豊作（周期は約10年）に伴って異常発生する傾向を有する。記録を辿ると、1837（天保8）年に長野県飯田市の付近でハタネズミが異常発生し、終末期の「死の太行進」を経て伊那谷から木曾谷にかけての小黒川の溪流がネズミの溺死体で埋め尽くされたという。1935（昭和10）年に箱根連山で異常発生した際は、終末期にネズミが大挙して芦ノ湖に飛び込んで、湖面は溺死体で蔽い尽くされた（宇田川、1965）。

²³ 標準的なマクロ経済学では、企業は資本の限界効率＝投資の予想収益率と長期金利が一致する水準まで設備投資を行うとされる。しかし、過剰債務を抱えている企業が長期金利を十分に上回るほど予想収益率の高い投資案件を持っている場合、将来時にその投資案件が期待通り、高い収益をもたらしたとしても、その収益に対する請求権の優先順位

（priority）は法律上、既存の債権者の方が高いため、新規資金の提供者にとっては採算が合わず、結局、その企業は貸出を受けられず、その投資案件は実行に移されない。こう

した現象はデット・オーバーハングと呼ばれる。それでも、上場企業であれば、証券市場を活用する余地が残されている（ただし資金調達条件はかなり厳しくなる）が、非上場企業は間接金融に頼らざるを得ず、デット・オーバーハングに直面する。この現象を克服するには、既存の債権者である金融機関が当該企業の貸出要請に応じたり、債権放棄や債務の株式化を行い、過剰債務を削減したりすることが必要となる。

²⁴ 同じく「落ちてくるナイフはつかむな」という相場格言は、どれほど魅力的な銘柄であっても相場の急落中は買いを控え、底を打ったのを確かめてから買いを入れても遅くないことを教示しているが、この格言は同時に誰にとっても底値を見定めるのは不可能に近いことをも示唆している。

参考文献

- 浅野栄一（1976）『ケインズ一般理論入門』有斐閣。
- 井出真吾（2018）「日本の株式市場の現状と課題」『月刊資本市場』12月号、（公財）資本市場研究会。
- 伊藤宣広（2016）『投機は経済を安定させるのか？』現代書館。
- 伊東光晴（2009）「ケインズの思想」『現代思想』5月号、青土社。
- 今井賢一（1973）「産業組織政策と投機」『経済セミナー』6月号、日本評論社。
- 宇田川竜男（1965）『ネズミ：恐るべき害と生態』中央公論社。
- 大塚久雄（1969）『株式会社発生史論』（大塚久雄著作集第1巻）岩波書店。
- 岡本勝美（1986）「株価指数先物取引について」『証券研究』（日本証券経済研究所）第4号。
- 加藤峰弘（2003）「ケインズ経済学における『期待』」『金沢大学経済学部論集』第23巻第2号。
- 河村幹夫（1993）『物語で読む先物取引』日本経済新聞社。
- 越田年彦（2012）「『投機の倫理学』の検討」『横浜国際社会科学研究所』第17巻第1号。
- 小松卓也（2010）「デリバティブ取引による投機とリスク・ヘッジ」『神戸学院法学』第40巻第2号。
- 坂田真太郎（1979）『ケインズ先生の株式相場学』東洋経済新報社。
- 新開陽一（1973）「投機の経済理論」『経済評論』8月号、日本評論社。
- 科野孝蔵（1988）『オランダ東インド会社の歴史』同文館出版。
- 科野孝蔵（1993）『栄光から崩壊へ：オランダ東インド会社盛衰史』同文館出版。
- 杉江雅彦（1983）『株式価格の理論』多賀出版。
- 杉江雅彦（1984）『増補版 投機と先物取引の理論』千倉書房。
- 杉江雅彦（1999）『正しく学ぶ先物経済』醍醐書房。
- 杉江雅彦・神木良三・坂下晃編（1998）『新・証券論25講』晃洋書房。
- 鈴木芳徳（1996）「投機論史小考」『商経論叢』（神奈川大学）第31巻第4号。
- 塚口直史（2018）『一流の投資家は「世界史」で儲ける』ダイヤモンド社。
- 永積昭（1971）『オランダ東インド会社』近藤出版社。
- 中島茂（2025）『会社と株主の世界史』日本経済新聞出版社。
- 中野常男（2002）「株式会社と企業統治：その歴史的考察——オランダ・イギリス両東インド会社にみる会社機関の態様と機能——」『経営研究』（神戸大学）No.48。
- 中野常男（2020）「財務諸表の歴史的展開——14世紀から20世紀にかけての史的考察——」『経営論叢』（国士舘大学）第10巻第1号。
- 中村隆之（2016）「『市場』という神様：ケインズの投機論の意義」『青山経済論集』第68巻第3号。
- 日本経済新聞社編（2000）『検証バブル 犯意なき過ち』日本経済新聞出版社。
- 農林水産省（2021）『米先物取引の試験上場に関するシーズンレポート Vol.39（令和3年3

月～5月)』 <https://www.maff.go.jp/j/shokusan/syoutori/dealing/attach/pdf/cftdata-28.pdf>

羽田正 (2017) 『東インド会社とアジアの海』 講談社。

菱山泉 (1967) 「ケインズの投資理論における『経済人』」『思想』9月号、岩波書店。

水島治郎 (2013) 「移民都市アムステルダム生成」水島治郎編『都市コミュニティにおける相互扶助と次世代育成』千葉大学大学院人文社会科学部研究プロジェクト報告書第257集。

八重森力 (2017) 「オランダ東インド会社の会計処理とその経営」『現代ビジネス研究』(山梨学院大学) 第10号。

Carabelli, A. (2002) , “Speculation and Reasonableness : A Non-Bayesian Theory of Rationality”, in Dow, S. and Hillard, J. (eds.) , *Keynes, Uncertainty and the Global Economy : Beyond Keynes*, Elgar, Aldershot, volume two.

Carabelli, A. (2021) , *Keynes on Uncertainty and Tragic Happiness : Complexity and Expectations*, Palgrave Macmillan.

Emery, H.C. (1910) , “Speculation” , in *Every-Day Ethics*, New Haven : Yale University Press.

Friedman, M. (1953) , “The Case for Flexible Exchange Rates” in *Essays in Positive Economics*, Univ. of Chicago Press [佐藤隆三・長谷川啓之訳『実証的経済学の方法と展開』富士書房、1977年] .

Fisher, I. (1933) , “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions” , *Econometrica*, Vol. 1 , No. 4 .

Galbraith, J. K. (1990) , “*A Short History of Financial Euphoria*” , Whittle Direct Books [鈴木哲太郎『バブルの物語』ダイヤモンド社、1991年] .

Kaldor, N. (1960) , *Essays on Economic Stability and Growth*, Duckworth.

Keynes, John Maynard (1936) , *The General Theory of Employment, Interest and Money*, The Collected writing of John Maynard Keynes, Vol.VII, Macmillan [塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(ケインズ全集 第7巻) 東洋経済新報社、1983年] .

Keynes, John Maynard (1937) , “The General Theory of Employment” , *Quarterly Journal of Economics*, Vol.51, February.

Kindleberger, C.P. (1978) , *Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books [吉野俊彦・八木甫訳『金融恐慌は再来するか』日本経済新聞社、1980年] .

Schumpeter, J.A. (1926) , *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* , 2.Aufl., Dunker & Humblot [塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店、1980年] .