

「市場」という神様

——ケインズの投機論の意義——

中 村 隆 之

目 次

はじめに

1. 「不確実性」を強調するケインズの経済学：新古典派と異なる確率概念
 - 1.1 ケインズ「雇用的一般理論」（1937）：『一般理論』の核心
 - 1.2 ケインズの経済学の位置付け：ルーカスへの反論を通じて
 - 1.3 正統派＝新古典派とケインズの確率概念の違い
2. 投機による不安定性：ファンダメンタルズは「分らない」
 - 2.1 ケインズの投機資本主義への警告
 - 2.2 投機は市場を安定させる：新古典派の見解
 - 2.3 テクニカル分析とファンダメンタルズ分析
3. 投機規制をめぐる
 - 3.1 投機規制のジレンマ
 - 3.2 投機規制のあるべき姿
4. 「市場」という神様：「虚」が「実」になってしまう世界
おわりに：「虚」に支配されないために

はじめに

我々は株式会社という制度を利用して会社を作り、多くの人が株を売買できる株式市場を組織して、経済活動を成り立たせている。財・サービスを生み出す企業は、利益を生み出す器として、日々「市場」の評価にさらされている。リストラをして利益回復が見込めると「市場」が見れば、リストラをする前に株価が上がり、「市場」の期待を裏切って手ぬるいリストラ策しか出さないと株価が下がる。いまや企業経営は「市場」の期待なるものを後追いしなければな

らなくなっている。

ここで言う「市場」とは、財・サービスを売買する市場ではなく、株式市場であることは言うまでもない。かつてアダム・スミスは、市場というよくできた機構がお金を稼ぎたいという自然的な欲求を持った人間を誘導し、本人の意図しない社会全体の利益を増進すると説いた。恵み深い自然の神の「見えざる手」に導かれるのである。

ところが、現代の「市場」なるものは、恵み深い神であるどころか、軽薄な理屈で支配してくる迷惑な神である。どうして、こんなことになってしまったのだろうか？

この問題を考える手がかりは、ケインズの投機論、つまり『一般理論』で有名な「美人投票ゲーム」の論理、およびそれを支える不確実性の経済観にある。ケンブリッジ学派に詳しい伊藤宣広氏の近著『投機は経済を安定させるのか？：ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』を読み直す』は、入門書であるが、この問題を考える土台を与えてくれる。以下では、伊藤氏の議論（および非常に多数のケインズ研究）と重複する部分もあるが、ケインズの投機論の内容を整理しよう。

第1節では、ケインズの経済学の根幹にある「不確実性」を重視する経済観について、正統派＝新古典派と対照的なものとして説明する。第2節では、「不確実性」のなかで起こる投機について、ここでも正統派＝新古典派と対照させて述べる。第3節では、投機を規制することの問題点と、それを考慮した上でどのような規制をすべきかを述べる。第4節は、冒頭で述べたような「市場」という神に従属しなければならない構造について、ケインズの経済観から説明する。最後に、本論をまとめ、さらに虚構に支配されないために何が必要かを述べる。

1. 「不確実性」を強調するケインズの経済学：新古典派と異なる確率概念

1.1. ケインズ「雇用の一般理論」（1937）：『一般理論』の核心

ケインズは『一般理論』（1936）を出版した後に、*Quarterly Journal of Economics* 誌で投げかけられた批判に応えるため、「雇用の一般理論」と題する論文を書いた（Keynes ([1937a] 1973)）。この論文で、彼は、一つ一つの批判に答えていくよりも、『一般理論』の核心にあるアイディアを、『一般理論』以上に素直に、直截に語った。ケインズが批判した正統派の経済学——ケインズの特殊な用語法によれば「古典派」——と、ケインズの経済学の根本的な違いは何か？ケインズによれば、それは不確実 (uncertain) な世界を扱っているかどうかである。正統派経済学は、将来のことが確実でない場合を、確率的な (probable) 現象として捉えるけれども、それでは将来は計算可能な世界になってしまう。ケインズが捉えたいのは、確率すら分からない不確実さ——「分からない」としか言いようがない事態——である¹⁾。

かような不確実な世界でも、我々が経済活動を行っていく限り、さまざまな決断をしなければならない。合理的な確率計算を行えるほどの情報がないときに、われわれが頼りにするのは「現状」である。現状が変化することを予測する十分な根拠を持ち合わせていないのだから、変化のことは無視して、現状が続くと想定する。これは、個人で将来の変化について判断できないため、集合的な判断の結果として出てきた「現状」に従うということである。こうして集合的な判断を相互に模倣し、慣行的 (conventional) な判断が形成される。

慣行は、それ自体に合理的な根拠があるわけではなく、皆が従っているから自分も従うというものである。その基礎は元来脆いものであり、つねに崩壊する危険がある。こうした慣行に乗った世界を理解するため、最も分かりやすい例が、ケインズの流動性選好の理論である。資産保有者たちの選択によって、債券の価格が決まっている。この集合的な価格評価は、慣行に支えられて

1) Keynes ([1937a] 1973), pp. 112–9.

おり、続くかもしれないし、崩壊するかもしれない。続くならば債券で保有し、崩壊するならば貨幣で保有する。従って、貨幣＝流動性への選好は、慣行が崩れるかもしれないという不安の尺度である²⁾。

流動性選好のみならず、株価の形成も、実物投資の決断も、不確実性のなかでの行われる。そしてそこで人々は、本来は脆い「慣行」に頼って行動している。これが、『一般理論』の根底に流れる経済観である。

1.2. ケインズの経済学の位置付け：ルーカスへの反論を通じて

「不確実性」を基礎とするケインズの経済学は、将来の不確実性を確率的現象として扱い、結局は「不確実性」の側面を捨象する正統派経済学と対照的である。この対照性は、ケインズの活躍した20世紀前半だけでなく、現代まで続いている。そこで、本節では、正統派経済学の論理（以下では便宜的に「新古典派」と呼ぶ）を極限まで突き詰めたルーカスの合理的期待形成論を採りあげ、それをめぐる反論のあり方を通じて、ルーカスとは完全に逆側にあるケインズの経済学の特徴を浮かび上がらせたい。

ルーカスは、合理的期待形成仮説と需給均衡理論を組み合わせることで、市場メカニズムだけで自然失業率（労働市場の均衡）が達成される論理を示した³⁾。この論理に従えば、ケインズ政策は、それがもたらす効果の人々が期待に織り込むことで無効となる。

2) 「利子率は、高度に心理的な現象というよりも、むしろ高度に慣行的な現象である、という方がおそらくより正確であろう。その実際の値は、その値がどうなると思われるかについての人々に浸透した見解に、大きく規定されるからである。どんな利子率水準であっても、それが長続きしそうだとは十分な確信をもって受け入れられている限り、長続きするだろう」(Keynes (1936), p. 203, 強調は原文イタリック, 本論の訳文は訳書に従っていない)。

「我々が資産を貨幣で持ちたいと思うのは、部分的には合理的な理由から、部分的には本能的な理由からである。貨幣で持ちたいという欲求の強さは、自分のしている計算に自信が持てない程度、将来に関する慣行に自信が持てない程度のパラメーターである」(Keynes ([1937a] 1973, p. 116)。

3) Lucas (1981) 所収の諸論文、特に「期待と貨幣の中立性」(1972)が重要。

ケインズの不確実性論の観点から合理的期待について批判的に論じた研究としてGerrard (1994)を参照。

合理的期待形成という考え方自体は、それほど不思議なものではない。状況に合わせて期待＝予想を修正すること、従って硬直的な予想の方法を採り続け、予想が外れ続けるような事態は起こらないであろうということ、ただこれだけである。よって、ケインズ政策無効というルーカスの結論を覆したければ、標的は合理的期待形成ではなく、ルーカスの想定している経済モデル＝需給均衡理論の方になる。

正統派＝新古典派の想定する需給均衡理論から離れる方法は、二つ考えられる。第一は、需給均衡が不完全にしか働かないことを理論的に示すことである。価格硬直性を説明するメニュー・コスト理論や、情報の非対称性に基づき賃金が需給清算するようには動かない効率賃金仮説などが、これに当たる。第二は、市場メカニズムに複数均衡・連続多数均衡・不均衡の構造が含まれていると示すことである。独占的競争をベースに低位均衡と高位均衡が存在するモデルを作ることや、新古典派の前提を踏襲しながら不均衡の構造を描き出す不均衡動学(岩井克人)などが、これに当たる。

ケインズ『一般理論』の立場からルーカスに反論するならば、後者、つまり一つの均衡に収束していく構造を想定している点を批判するであろう⁴⁾。雇用量が労働市場ではなく財市場(有効需要の水準)によって決まるという『一般理

4) この推測は、ケインズがティンバーゲンの統計学に対して否定的な見解を示したことに対応している。ティンバーゲンが「将来についての期待と確信の状態は、(i) 利潤のようなシステマティックな[統計モデルに組み込まれた]諸変数と、(ii) (システマティックでない)残余のなかに隠されている。具体的なケースで、期待が急速な変化を示す兆候が得られたならば、その期待の変化はそのモデル内で扱えるだろう」と、「統計モデルが示す構造+攪乱の要素」ですべて捉えられるとするのに対して、ケインズは統計モデルに表れる係数が一定であるような(つまり構造が過去から未来に向かって同じであるような)ケースには、ティンバーゲンの統計的方法是使えるけれど、そうでない場合——確信に依存する投資決定やそれに密接に関係する景気循環——には使えない、としている(Keynes (1973), letter from Tinbergen, on 12 Sep. 1938, p. 292, and letter to Tinbergen, 20 Sep. 1938, pp. 293-5)。ケインズは、手紙だけでは表明しきれなかった批判を論文「ティンバーゲン教授の方法」にまとめている、そこでもティンバーゲンの方法は時間を通じて同質的な問題にしか適用できないと指摘している(Keynes ([1939]1973), p. 316)。現在と過去の同質性という前提については、「エルゴードの公準」と言い換えることができる(Davidson (2007), 第4章)。また、ティンバーゲン批判においてケインズが「背後にある均衡」(新古典派の方法に付随する考え方)を否定しているという理解については、荒川(2013), 47-8ページを参照。

論』の独特の論理は、もし仮に労働市場で過剰供給があり、その結果貨幣賃金が低下するならば、それに合わせて物価水準が下落するデフレ・スパイラルに陥るという不均衡の構造によって正当化される⁵⁾。また、1.1 で述べた流動性選好理論は、(技術や選好といった基礎付けのない) 慣行に基づいて利子率が決まるのであり、どのような水準でも均衡になりうる「連続多数均衡」と考えることができる⁶⁾。

1.3. 正統派＝新古典派とケインズの確率概念の違い

上述のような正統派＝新古典派とケインズの大きな差異は、両者の確率概念の違いでもある。正統派の確率概念は、極めて常識的な統計学的確率(頻度説)である。ある確率変数はある確率分布に従っているという想定の下に、現れた事象から背後の確率分布を予想する。背後に未知の真実があり、手元に現象がある。現象の情報が積み重なって行けば、背後にある真実に近づいていく。合理的期待形成が均衡論と結びつくとき、予想が均衡に収束していくので、この常識的な確率概念と整合的である。

一方、ケインズの確率概念は、常識的な確率概念とは大きく違う。若い時期の業績である『確率論』(1909年のフェロー資格論文、出版は1921年)において、ケインズは、「推論の重み(weight of argument)」を含む独特の確率概念を提起している。「推論の重み」は、確率の前提となる知識が十分に適切であるほど増す。ここから、推論のために十分な知識を持たない状況を「極めて不確実(very uncertain)」と呼び、それは「確率が非常に小さいこと(very improbable)」とは違うのだ、と『一般理論』の第12章2の注(p.148)で述べている⁷⁾。この

5) 『一般理論』第19章「貨幣賃金の変動」を参照。

物価水準が貨幣賃金に依存して決まるという『一般理論』の考え方は、物価水準が貨幣数量に応じて決まるとする貨幣数量説の否定を意味する。伊東(1993), III-2「古典派の二つの公準」を参照。

6) 雇用水準に応じて自然利子率が存在するという Keynes (1936), p. 242 の見解は、連続多数均衡を意味している。

7) 『確率論』で示された確率概念(probabilityを確率ではなく蓋然性と訳す場合もあるが、ここでは特にこだわらず「確率」とする)が『一般理論』における不確実性下の

注は、次の文章に付されている。

我々が期待を形成する際、きわめて不確実な事柄に重きを置くならば、それは愚かというものであろう(注)。従って、我々に何らかの自信を持たせるような幾らかの事実を、行動の指針として重視するのが合理的である。

人間行動の理解と一貫しているのか、さまざまな議論がある。それは、次の二点の理解に深くかかわる。第一に、ラムゼーによる『確率論』への批判——合理的信念としての論理確率を直観するというケインズの考え方を否定し、確率は各人の内部整合的な主観確率であるとしておいて、その客観性・根拠については別の論理を用意すべきだ(ラムゼーの場合、プラグマティズム)——に対して、ケインズが概ねその主張を認めた発言をしていることをどう解釈するか。第二に、ケインズの1938年の回想「若き日の信条」において若い頃の考え方を反省していることを、どのように理解するか。

この問題は、「前期ケインズ」と「後期ケインズ」の間に思想的な転換があったのか、それとも変化しつつも連続的に捉えられるのか、というより大きな問題とも結びついている。

本論ではこの論点の詳細に入ることはできないが、私の考えだけ簡単に述べておく。『確率論』は、ムーアの行動理解(不確実な局面では個人的判断ができないので、世間で通用してきた一般的規則に従うべき)への反発として、合理的な信念としての確率が存在すると主張したものである。だが、ラムゼーから批判されたように確率を直観するというのは無理の多い議論であることは否めない。けれども、証拠が少なく不確実な状況ではそれに応じた推論をするという考えは、ケインズは一貫して保持していた。不確実性を諸事象の確率と帰結の積として計算してしまう「エセ合理性」の考えかたを否定したのである(ケインズは、ベンサム計算を似非合理性(pseudo-rationalistic)と呼んでいる(Keynes ([1937b]1973), p. 124)。一般的に「合理的計算」と呼ばれるものを不確実な状況に拡張することへの限界については、Keynes (1979), pp. 293-4のタウンシェンドへの手紙(Keynes to Townshend, on 7 Dec. 1938)も参照)。その意味では、私は連続説をとるが、『確率論』の確率概念がそのまま『一般理論』の行動理解に連続しているかは、元々無理のある議論の拡大解釈をどれぐらいするかによる問題に過ぎない(のでここを深く論じる価値は感じない)。

一方、「前期ケインズ」と「後期ケインズ」の思想的連続性——J.M. ケインズ問題——は、極めて重要なテーマである。私は「若き日の信条」の反省を素直に読み、合理性の高みから非合理的な人間たちを見る(ある意味、見下す)若き日の思想から、非合理に見える人々を直接理解し、それでもその問題点を何とかしようと挑戦する思想へと漸進的に変化したと考える。

どう考えるにせよ、ケインズの変化は漸進的であり、連続とも転換とも言えるだろう。どちらとも言える問題に関して、論者ごとに連続説と転換説で色分けするのは得策ではないけれども、代表的な論者だけ挙げておこう。断絶説がバイトマン(B.W. Bateman)とデイビス(J.B. Davis)、連続説がオドネル(R.M. O'Donnell)とカラベリ(A.M. Carabelli)である。この問題の案内として、藤原(2016)を参照。また、ラムゼーの批判に対するケインズの返答の意味については、伊藤(1997)、第3章「ケインズとラムゼー」、伊藤(1999)、第2章「ケインズの認識論の発展」が、詳細で説得的である。

その幾らかの事実は、曖昧で乏しいそれ以外の諸事実と比べて、この問題を考えるために、決定的に関連性を持つとは言えないかもしれない。しかしそれでも、何らかの自信を持たせる幾らかの事実を頼りにするのである。このように考えて行動するので、我々が長期期待を形成する際には、現状という事実が行動指針として重視される——ある意味、不釣り合いなほど現状に重きが置かれる。つまり、実践において、我々は、現状を受け取り、それがそのまま将来も続くものとする。変化を予測するための決定的な理由があれば、そのときだけ、その程度に応じて現状が続くという考えを修正する (Keynes (1936), p. 148)

これこそ「慣行」を重視した『一般理論』の核心——1.1で採りあげた「雇用の一般理論」(1937)で再度強調される点——である。ケインズは、「分からない」状況ならば、分からないなりの行動——慣行に乗る——を取ると言っている。これは、常識的な統計学的確率に従う世界——背後に発見されるべき客観的な確率分布が存在するという想定——ではない。言い換えるならば、我々の期待を織り込んだ一意の均衡（あるいは均衡の周辺の分布）があるわけではない。むしろ我々の期待次第で、均衡の位置が連続多数存在する世界である。資本の限界効率が資本市場の需給という観点から利子率を決めるのではなく、流動性選好という観点から利子率が決まり、それが資本の限界効率を規定する。既に述べたように流動性選好は集団の予測の問題であるから、どのような慣行的水準にもなりうるのである。

ケインズは、我々の期待を均衡経済モデルに従属させることを、決して認めなかった。我々の期待が、ありもしない架空の経済モデルの均衡に支配される描き方そのものを否定した。

これ〔慣行に従い行動し、しかもその慣行の基礎は脆いという事態〕が、我々の行動している市場である。我々が市場でどう行動するかを研究する際には、この特徴を工夫してとり入れるべきであり、市場の偶像に支配されるべきではない。私は古典派経済理論を非難する。それは、古典派経済

理論が、こうした市場の偶像に支配された、整った、上品なテクニックに過ぎないからである。このお上品なテクニックは、我々が将来についてほとんど何も知らないという事実から離れて、現在の事柄を扱おうとする。(Keynes [1937a] 1973, p. 115)

かくして、正統派＝新古典派とケインズの間には、将来をどう扱うかの違いがあり、それは同時に確率概念の違いである。

2. 投機による不安定性：ファンダメンタルズは「分らない」

ケインズは投機が経済を不安定にすると考え、一方、新古典派（フリードマン）は投機が市場を安定化すると考える。この違いも、1で述べた確率概念の違いが根底にあることを示そう。

2.1. ケインズの投機資本主義への警告

ケインズは、株式市場を美人投票ゲームに例えている。美人投票ゲームとは、「100枚の写真から6人の最も美しい人を選び、参加者の平均的な好みに最も合致した選択をした参加者に賞が与えられる」というゲームである (Keynes (1936), p. 156)。参加者がこのゲームに勝ちたければ、自分が美人と思う基準に従って投票するのではなく、他の人が誰を美人と思うかを基準に投票するだろう。しかし、どの写真を他の人が美人と判断するか、その基準が不明確なとき、人々の本当の意見で美人と見なされるのが誰かを突き止めるのではなく、参加者たちの票がどこに集まると参加者が考えるかを見抜こうとする。例えば、影響力の強いある参加者の6人の選び方が知られているとして、多くの人が影響力を認めてそれに従うならば、実際にその6人に投票が集まるだろう。影響力の強い選び方の基準が三つぐらいあって、そのどこに付こうかと票がふわふわと漂うかもしれない。このゲームの要点は、人々の本当の意見とは別のところで争われるということ、集団で信じるに足る選び方の基準をめぐって争われている

ということである。ある選び方がある時期に通用するかもしれないが、それは一時の「慣行」に過ぎず、普遍的な基礎があるわけではない。

株式会社の真実の価値（実物資本の長期的収益性）を、株式を売買している人々が知らないならば、株式市場は美人投票ゲームと同じになる。ケインズは、じっくりと会社の中身を判断し、真実の価値を見抜いて、いつかはそれが株価に反映されると信じて、市場が過小評価している会社の株を買い、過大評価している会社の株を売るという戦略を「実業（enterprise）」と呼ぶ。一方、真実の価値を見抜くのではなく、他の人たちがどう行動するかを読んで、その人たちよりも一歩先んじて売買しようとする戦略——つまり美人投票ゲームの参加者の行動——を「投機（speculation）」と呼ぶ。そして、次のように警告する。

投機とは、市場の心理を読んで投資することである。実業とは、資産の全存続期間にわたる収益 [= 真実の収益性] を予測したうえで投資することである。……株式市場が大規模になるにつれて、投機が実業よりも優位を占める危険が増大する。……投機家は、実業の着実な流れに浮かぶアブク程度ならば、何の害も与えない。しかし、実業が投機の渦巻きの中に飲み込まれるならば、事態は重大である。一国の資本の展開が、株式市場というカジノでのやり取りに支配されてしまうならば、その経済はうまくいきそうにない。（Keynes (1936), pp. 158–9, 強調は原文イタリック）

実業＝長期投資が完全に死んでしまったわけではない——ケインズの後半生の資産運用は長期投資であった⁸⁾。だが、株式市場に素人が群がるほど、短期的に成果を出さなければならないファンドの資産運用、あるいはレバレッジのかかった資産運用が増えるほど、実業は衰退し、投機が優位を占める。そのマイナス効果は、他の市場参加者よりも一歩先んじるためだけの無駄な投資が増えるだけではない。株価は真実の収益性を反映しなくなり、バブル経済を含む

8) ケインズの資産運用については、Chambers, Dimson and Foo (2013) など、研究が充実してきている。Wasik (2014), 伊藤 (2016), 第3章も参照。

乱高下を起こすかもしれないし、経営者が見せかけの株価上昇を狙って経営するかもしれない。そうなってしまえば資本主義経済の根幹が崩れる、とケインズは警告しているのである。

2.2. 投機は市場を安定させる：新古典派の見解

投機の危険性を強調したケインズと対照的に、新古典派は投機を安定化要因と捉える。その主張は極めてシンプルに、次のように要約できる。投機を行う者は価格が安いときに買って高いときに売る——そうでなければ利益が出ない。ということは、価格が下がるときに引き上げる需要を生み、価格が上がるときに引き下げる供給を生む。よって、投機は市場価格を安定させるものである。こうした投機の捉え方は、フリードマンのような極端な自由市場主義者に特有なものではなく、正統派＝新古典派に共通の見方であろう。

確かに、投機プレイヤーがストックの出し入れをすることで価格が安定化すると考えることは、不思議ではない。実際の需要と供給だけ価格が決まってしまうならば、例えば石油の供給が絞られたとき、一気に価格が高騰してしまうだろう。そこに石油のストックを持つ投機プレイヤーが売りを出せば、価格の上昇は抑えられる。将来の価格の変動を受け止める投機プレイヤーと、先物で一定の価格で売買したいプレイヤーの間で、相互に得をする取引が行われることを想像するのも容易である。

しかし、この投機の安定化作用が成立するためには、投機が実際の需要と供給の周辺部に位置していること、それゆえに実際の需要と供給が示す価格という変動の中心がある程度見えることが必要である。2.1で示したように、ケインズはこれと真逆の世界を「投機」と捉えている。つまり、投機が実業（真実の収益性の反映）を上回ってしまい、それゆえに真実の収益性が株価の中心になってくれない世界である。

2.3. テクニカル分析とファンダメンタルズ分析

伊藤氏の『投機は経済を安定化させるのか？』（2016）は、投機が不安定化を

もたらすケインズの美人投票の見方と、投機が安定をもたらすフリードマンの見方を、現代の投資分析の方法によって明快に対比している。過去の値動き等が示すチャートが特定の形状——例えば趨勢線——を採っていることで、将来の値動きを予想する「テクニカル分析」は、集合的判断に乗る「順張り」であり、群衆が同じ思考枠組みで従う限り、その予想が実現する。当然、こちらがケインズの投機＝美人投票ゲームの世界である。一方、真実の価格＝ファンダメンタルズを分析し、それより安いときに買い、高いときに売る「ファンダメンタルズ分析」は、集合的判断に逆らう「逆張り」であり、新古典派の投機である。そして、「投機が経済を安定化させるとみるか、不安定化させるとみるかは、逆張りと同順張りのどちらの側面を強調するかにかかっている」と結論づけている（180 ページ）。

ファンダメンタルズが掴めるならば、それが人々の予測と行動を規定し、市場は安定化する。逆に、ファンダメンタルズが分からないならば、人々の予想と行動の方が実体経済の動向を規定することになり、ときに市場は不安定化する。つまり、これは、確率論の背後にある考え方の違いとパラレルである。背後にまだ見えないけれど存在するはずの真実＝均衡を想定するのか、そのようなものは存在せず、いまを生きる人々が暫定的な枠組みを持っているだけの脆い仮の均衡（慣行的水準）に過ぎないかと考えるかである。

3. 投機規制をめぐって

3.1. 投機規制のジレンマ

「投機マネーが経済全体を蔽うほど巨大化すると、大きな不安定性をもたらし」という主張が、ケインズ『一般理論』が現代に投げかける一つのメッセージである、と伊藤氏は述べている（205 ページ）。私も全くその通りだと思うし、リーマン・ブラザーズの破綻やその後の世界金融危機を見れば、常識的にもグローバルな金融資本主義が行き過ぎであることは明らかであろう。しかし、伊藤氏も慎重に述べているように、「だから投機を規制すればよい」といった簡単

な話ではない。

投機を規制することの問題点は、ケインズ自身が述べている。株を購入したらずっと保有しなければならないということを強制する——そうすれば短期的利益ではなく、長期的な利益の予想をせざるを得ない——という極端な投機抑制策を挙げて、ケインズは次のように述べる。

こうした方策〔長期保有を強制すること〕は、少し考えれば、次のようなジレンマに直面することが分かる。投資市場において金融資産を流動的に売買できることは、実物投資を活性化させるからである——時々、実物投資を妨げるとしても。というのは、個々の投資家が、自分の投資した資産が「流動的」と見なしている——すべての投資家が皆で換金したいと思っても実現できないのだから見なしているに過ぎない——からこそ、彼は落ちていられるのであり、リスクをより大きくとりたいと思うのである。もし、個々の投資家が投資資産を非流動的と見なすならば、彼が別の方法で貯蓄する道が開かれている限り、新しい投資は大きく妨げられるかもしれない。これが、そのジレンマである。(Keynes (1936), p. 160)

ケインズは、この時、イギリスとアメリカを念頭に置いていただろう。大規模な株式会社によって 19 世紀後半に急速に重化学工業を発展させたアメリカと、株式会社制度に慎重で、工業面では一流でなくなっていくイギリス。たとえアメリカが 1920 年代のようなバブルとその崩壊という大混乱をもたらしたとしても、株式会社制度がアメリカの発展をけん引したという事実から目を背ける訳にはいかない。言い換えるなら、金融面からの経済の推進力——それは投機的な活動と密接に結びついている——を抑え込んでおけば、金融の力に邪魔されず、健全な産業資本主義が花開くといった見方はできないということだ。

資本主義経済では、誰かがリスクを背負って実物投資をしなければならない。すべてが自己資金で賄える個人企業しかない経済であれば、資産の保有者が自己責任で実物に投資すればよい。だが、それでは済まないほど企業の規模は大きいならば、金融による資金調達是不可欠である。実物投資の実行者と、資金

上でリスクを負う者が別々になる。株式会社の現代の特徴である「所有と経営の分離」である。実物投資の長期的収益性についてよく分かっていない人たちの手を借りざるを得ない。彼ら（株式市場のプレイヤー）の評価は、美人投票ゲームのようにいい加減である。いい加減だから不要と、簡単に切り捨てるわけにはいかない。金融には、適度に産業を引っ張ってもらわなければならない。株価はいい加減な慣行的水準に過ぎないけれども、適度に盛り上がってもらわないと困る。なぜなら、実業＝産業の側がしっかりしていれば、それが株価の中軸となるという関係——「実業（真実の収益性）→株価」——とは言えないからだ。既に述べたように、背後に目に見えないけれど「真実」があるという想定を否定するところに、ケインズの経済学の核心がある。

3.2. 投機規制のあるべき姿

株式市場が健全な産業資本主義をけん引する程度に、株価を付けてほしい。異常な高値で大きなバブルを起こし、後に崩壊するような事態は困る。逆に、株式市場に活気がなく、株価が低迷し、産業活動が抑制されるのも困る。適度に資産を株で持ってもいいと思わせる程度に、株を魅力的にしておくことが目標である。では、投機を規制して、かつ株を適度に魅力的にすることは可能なのか？

不可能だと考えるならば、次のような世界で我慢しなければならない。株式市場はバブルを起こし、その間に活発な実物投資が行われ、経済が発展する。独創的な挑戦を行うベンチャー企業もたくさん現れるだろう。その後、バブルが崩壊し、多くの主体が損失を抱える。金融機関の損失を穴埋めするために何十兆円もの政府の資金が必要になるかもしれない。その後、景気は何年も停滞する。激しいリストラを経て、資源が再調整される。そして、景気が底を打ち、再びバブルを起こす—この繰り返しである。ひどい経済だが、それでも永遠に株価が低迷し続け、実物投資の盛り上がりもなく、よって経済が発展していかないよりもましである。

こう考えるしかないのだろうか？ いや、そんなことはない。投機を規制する

「市場」という神様

ことによって株の「流動性」という側面が損なわれるのではないかと、というのが投機規制論の問題点であった。「流動性」とは、好きな時に株式市場でお金に換えられると、株の所有者が思えることである。確かに投機家がたくさんいれば市場に厚みが生まれ、「流動性」は高まる。しかし、投機家がいることで価格が乱高下し、思った値段で売れないという意味では、「流動性」という魅力は逆に損なわれている。適切な「流動性」のために、投機を規制することには正当性がある。

考えるべきことは、投機家のために流動性を提供するわけではないということだ。例えば短期売買を規制すれば、投機家は文句を言うだろう。今まで通り、好きな時に好きなだけ売買できなければ投機が成り立たない、と。だが、投機家たちの「流動性」を損なっても、市場参加者全体の「流動性」が上がるならば、当然、投機家たちにはご退場いただくしかない。

守るべき株式保有者——基本的には長期的に保有するが、値上がりすれば売りたいし、値下がりしそうなら売りたい——のために適切な流動性を提供するため、どの程度、短期売買を規制すればよいか、どの程度レバレッジ比率を規制すればよいか、つねに需給をマッチングする必要があるのか、為替レートに左右されてしまう外国人投資家が株式市場に（支配的なプレイヤーとして）参加すべきなのか、等々、いまこそ考え直すべき時である。

4. 「市場」という神様: 「虚」が「実」になってしまう世界

株式市場が事後的に見てバブルやその崩壊を繰り返すのは、ある程度は避けようのない宿命である。それが小さな規模であれば問題ない。我々が株式市場に期待するのは、真の収益性を反映した株価といった高望みではなく、高すぎもせず、低すぎもしない程度には評価してくれることである。アクセルとブレーキを多用して、ガタガタした運転にならないこと。それなりにスムーズに、車が進めばいい。

金融の推進力が暴走せず、停滞せず、それなりに働くことによって、健全な

産業資本主義＝活気ある実業が可能になる⁹⁾。それは、バブル経済の混乱に産業活動が揺さぶられないというだけではない。企業経営が「株価最大化」に乗っ取られないということでもある。株価が実態を離れて高騰しうることを利用し、株価を引き上げるためのメッセージを出すことに重きを置き過ぎれば、短期的な利益にこだわり、長期的利益を損なうことになる。こうした論点は、「株価最大化」を経営の第一目標にすることの問題点として、よく知られていることである。

真の富を生み出す産業活動の方が、金融のマネーゲームよりも大事であるという価値観は、アダム・スミスの国富の定義以来、経済学の常識に属する。にもかかわらず、現在も、相も変わらずマネーゲームに明け暮れている。自らは直接には価値を生み出していない金融——実体とは離れたゲーム——が、莫大な金額を動かしているというだけで経済の王様である。企業経営も政府の政策も、「〇〇に市場は好感をしめした」と言っては喜び、「××は市場の期待を裏切った」と言っては悲しんでいる。たんに喜んだり、悲しんだりするだけでなく、それが株価や為替レートを動かすから、「市場」の意向に従わざるを得な

9) ここで産業資本主義という古めかしい用語を使うと、産業と金融の二分法——金融の暴走を抑えれば産業が成立するという思考法——を採っていると思われるかもしれない。そのような二分法は、金融の世界で通用する短期的な利益達成システムが実際に働く人々の活動に深く浸透しているという考え方（認知資本主義の論者マラッツィ）から批判されている。本論をお読みいただければ分かるように、私は、認知資本主義の論者と同じく「金融浸透」に否定的であり、だからこそ金融面以外の価値基準の必要性を主張するのである。認知資本主義の論者たちが、現代の金融資本主義の背後には、知識経済における価値創出の根幹にある学習プロセスとネットワーク経済を搾取する構造があるから、そこにメスを入れる対策——〈コモン〉の制度化・権利化——でなければ有効でないと主張していることには、完全に共感する。この観点から、求められている働き方改革は、1) 労働者とその能力を高め、自由に結びつくための資格制度や人事評価制度の透明化（労働者の流動化と自律を、会社が買収手段ではなく、労働者にとって意味のあるものにする）、2) 協働的成果から正当な報酬を払い、その後に残った部分は利潤という形をとるが、それを配当には吸収されず、働く者たちの意思によってプロジェクトに再投資される構造（資本・利潤の私有を止め、資本を社会化するための産業民主主義）、の二点であろう、と私は考える。

認知資本主義については、フマガッリ・メッザードラ編（2010）（イタリア語の原書は2009年）を参照。

い。

ケインズの不確実性と慣行を重視する経済観が持つ最大の意義は、この現実を理解する視点を提供していることだろう。株価は美人投票ゲームの原理で動く。つまり、どの美人を選ぶ基準が有力視されるかを読み合う。それは既に説明したように、真の美人というものとは関係ない。有力な基準として結構な割合の人々に認められれば、それは実際に効力を持つ。「有事のドル」のようなものである。実際には根拠はないけれど、「戦争が起こればアメリカの軍事産業に多額のお金が流れ……」といった素人的にもっともらしい理屈ぐらいは付いている。こうした薄っぺらい理解が、実際に力を持ってしまう。それが「慣行」の世界、つまり「虚」が「実」になってしまうのである¹⁰⁾。

かくして、金融界に通用する「薄っぺらい理解」が、真実の顔をする。「市場」は神になる——リアルな欲求に経済活動を従わせる論理（見えざる手）として市場を提起したアダム・スミスとは反対の意味で。

おわりに：「虚」に支配されないために

ケインズの経済学の核心は、不確実な世界を正面から扱ったこと——不確実な世界を排除した正統派＝新古典派の思考法を否定したこと——である。正統派＝新古典派は、変化する現実の背後に、我々の期待をも包含した均衡があると想定している。しかし、ケインズは、そうした均衡が存在しない世界で、人々が慣行に従って行動すると考える。慣行的な考え方の枠組みはときに強固になるが、それは安定をもたらすかもしれないし、バブルのような加速をもたらすかもしれない。慣行は人々に信じられている限りのものであり、普遍的な基礎を持たないから、脆くも崩れ去る可能性がある。

この違いが、投機に対する見方の違いになって現れる。正統派＝新古典派は、投機を、ファンダメンタルズを反映した真実の価格へ近づけるものと見なす。

10) 渡部（2015）は、ケインズの提起した慣行的判断で株式市場の参加者たちが動くとき、模倣を通じた期待の自己実現、つまり虚実の逆転が起こることを論じている。

つまり、安定化の側面を強調する。一方、ケインズは、ファンダメンタルズが分からない世界での価格付けは「美人投票ゲーム」であり、真実とはかけ離れたところで価格が決まる。「市場」の集団的な意思として、上がると思えば上がり、下がると思えば下がる。だから、投機は不安定性をもたらす。

投機が資産保有者のゼロサム・ゲームに過ぎず、実体経済の運行に影響を与えないならば、投機による不安定性は問題ではない。だが、投機が引き起こすバブル経済(とその崩壊)は、実体経済を大いに振り回す。また、企業は株価を意識して経営をしなければならなくなる。それは、「市場」(株式市場の参加者)の受けを考え、短期的利益を出すことに迫られるということである。そのために長期的利益になると考える投資や支出を削らなければならないとすれば、投機が実体経済に悪影響をもたらすと言える。

投機が持つマイナス面を考慮すれば、規制してしかるべきということになる。しかし、株の投機を規制することによって株の流動性が損なわれるならば、資産運用手段としての魅力が失われるだろう。このような投機規制のジレンマがあったとしても、株式投機への規制は真剣に考えるべきである。適切な投機規制によって株価の変動性を抑えられるならば、広い意味での「流動性」が向上し、株式投資の魅力はかえって増すだろう。

株式への投機を規制するのは、実体経済が株式市場での評価に振り回されないためである。「市場」の評価という「虚」に、企業経営の真の知識に基づく行動が歪められてはならないからである。「市場」は、真に収益性の高い事業を見抜くことができない。だが、「市場」の評価は一時のものではないので、無視するわけにはいかない。「虚」の世界で評価されなければ、敗者になるかもしれない。かくして「虚」は、「実」を飲み込んでしまう。勝者が正しいとすれば、「市場」のいい加減な理屈も「実」になってしまう。ケインズの投機論(美人投票ゲームの考え方)から得られる最大の教訓は、「虚」が「実」に転倒してしまう論理にある。「市場」という「虚」が、実体経済を動かすものを支配する神様になってしまう。しかも、正統派=新古典派の市場の偶像を否定したはずのケインズの論理(不確実性=慣行論)が、逆に、市場の偶像の支配を作り出してしま

うのである。

虚像の支配者（株式市場の受けを狙い、見事に成功した企業）が勝者となり、真実に徹した者（株式市場など無視して実業の知識を長期的利益のために活用し続けようと投資と支出を続けた企業）が敗者となる。こういうゲームでよいのか？ ケインズが警告したように、それでは資本主義経済はうまくいかない。競争が正当化されるのは、それがフェアに行われた場合だけである。フェアな競争とは、結果的により公益に資する活動をした者が勝利するような勝負であるということだ。

「虚」＝「市場」に支配されないためには、「虚」＝「市場」の評価基準とは別の評価基準を作るしかない。それは、企業が本当によいことをしているのか、公益に資する活動をしているのか、評価するということである。企業が社会的責任を果たして何をしているのかを公開し、それを倫理的観点、長期的利益の観点から評価するような空間である。この側面から「実」を助けない限り、「実」は「虚」にのみこまれる。投機資本主義を乗り越えるには、投機規制ばかりでなく（それはもちろん必要なのだが）、真に世のためになる企業活動を促進する枠組みが必要である¹¹⁾。

参考文献

- Bateman, B.W. (1996), *Keynes's Uncertain Revolution*, University of Michigan Press.
Carabelli, A.M. (1988), *On Keynes's Method*, St. Martin's Press.
Chambers, D., E. Dimson and J. Foo (2013), "Keynes the Stock Market Investor: A Quantitative Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50 (4), pp. 843–68.
Davidson, P. (2007), *John Maynard Keynes*, Palgrave Macmillan. (小野谷俊夫訳『ケインズ』一灯舎, 2014年)

11) この方向性の議論として、マーシャルの経済騎士道に連なるケインズの株式会社の公共化（「自由放任の終焉」）について中村（2014）、「企業の社会的責任」について中村（2015）を参照して欲しい。

どちらも、金融＝投機が実業を邪魔しないようにすると同時に、実業が活力と確信をもって展開される環境はどのようなものか、という観点から書かれている。そして、そのような制度・環境の構築こそが、現代的な観点から見た「投資の社会化」に繋がると主張している。適切な慣行を作り確信を共有することが「投資の社会化」なのだという見解は、ケインズ経済学における「慣行」の要素を強調する人々によって唱えられている。例えば、Davis (1997) p. 217 を参照。

- Davis, J.B. (1994), *Keynes's Philosophical Development*, Cambridge University Press.
- (1997), “J.M. Keynes on History and Convention”, in G.C. Harcourt and P.A. Riach eds, *A ‘Second’ Edition of the General Theory*, Vol.2, Routledge, pp. 203–21
- Keynes, J.M. (1921[1988]), *A Treatise on Probability*, CWJMK, Vol. 8, Macmillan. (佐藤隆三訳『確率論』(ケインズ全集 8) 東洋経済新報社, 2010 年)
- ([1926]1972), *The End of Laissez-Faire*, London, reprinted in CWJMK, Vol. 9, pp. 272–94. (『自由放任の終焉』宮崎義一・伊東光晴編『ケインズ・ハロッド』(世界の名著 69), 中央公論社, 1980 年, 133–58 ページ)
- ([1931]1972), “Ramsey as a Philosopher”, in *Essays in Biography*, CWJMK, Vol. 10, pp. 336–9. (『哲学者としてのラムゼー』大野忠男訳『人物評伝』(ケインズ全集 10) 東洋経済新報社, 1980 年所収)
- (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan. (間宮陽介訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(上)(下) 岩波文庫, 2008 年)
- ([1937a]1973), “The General Theory of Employment”, *Quarterly Journal of Economics*, Feb., reprinted in *The General Theory and After partII*, CWJMK, Vol. 14, pp. 109–23.
- ([1937b]1973), “Some Economic Consequences of a Declining Population”, for the Eugenics Society on 16 Feb., in *The General Theory and After partII*, CWJMK, Vol. 14, pp. 124–33.
- ([1938]1972), “My Early Beliefs”, in CWJMK, Vol. 10, pp. 433–50. (『若き日の信条』宮崎義一・伊東光晴編『ケインズ・ハロッド』(世界の名著 69), 中央公論社, 1980 年, 109–29 ページ)
- ([1939]1973), “Professor Tinbergen's Method”, *Economic Journal*, Sep., reprinted in CWJMK, Vol. 14, pp. 306–18.
- (1973), *The General Theory and After partII*, CWJMK, Vol. 14, Macmillan.
- (1979), *The General Theory and After: A Supplement*, CWJMK, Vol. 29, Macmillan.
- Lucas Jr., R. (1981), *Studies in Business-cycle Theory*, MIT Press.
- O'Donnell (1989), *Keynes; Philosophy, Economics and Politics*, Macmillan.
- Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. (杉山忠平訳『国富論』(一)～(四), 岩波書店, 2000–1 年)
- Wasik, J.F. (2013), *Keynes's Way to Wealth: Timeless Investment Lessons from the Great Economist*, McGraw-Hill Education. (町田敦夫訳『ケインズ投資の教訓』東洋経済新報社, 2015 年)
- 荒川章義 (2013) 「ケインズ経済学と確率革命」『立教経済学研究』66 (3), 35–51 ページ。
- 伊藤邦武 (1997) 『人間的な合理性の哲学: パスカールから現代まで』勁草書房。
- (1999) 『ケインズの哲学』岩波書店。
- 伊藤宣広 (2016) 『投機は経済を安定させるのか: ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』を読み直す』現代書館。
- 伊東光晴 (1993) 『ケインズ』講談社学術文庫。
- 中村隆之 (2014) 「多元的価値創造時代における「投資の社会化」: 株式会社の公共化と動態的経済倫理」『経済研究』(青山学院大学), 第 6 巻, 21–47 ページ。
- (2015) 「「企業の社会的責任」とアダム・スミス問題——倫理と法・経済システムの接合——」『青山経済論集』66 (4), 53–78 ページ。

「市場」という神様

藤原新 (2016) 「ケインズにおける「蓋然性論証」と「行動」——いわゆる J.M. ケインズ問題との関連で——」『立教経済学研究』69 (4), 111-41 ページ。

フマガッリ・メッザードラ編 (2010) 『金融危機をめぐる 10 のテーゼ: 金融市場・社会闘争・政治的シナリオ』(朝比奈佳尉他訳), 以文社。

渡部恒彦 (2015) 「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・マネージャー及び証券アナリストの情報操作規制」(上・中・下)『流通経済大学論集』49 (3), 209-38 ページ, 49 (4), 325-57 ページ, 50 (1), 1-46 ページ。

※ The Collected Writings of John Maynard Keynes を CWJMK と略記した