

投機論史小考

鈴木芳徳

とうき【投機】〔名〕①仏語。禅宗で、修行者が仏祖の教えの要諦にかなって大悟すること。また、学人（がくにん）の機と師家（しけ）の機とが一致すること。
 半正法眼蔵「画餅」いま糊餅の展事投機、かならずこれ画餅の二枚三枚なり」②機会をうまくとらえること。*哲学字彙「Speculation思弁、工夫、冥想、投機」
 ③偶然の利益・幸運をねらう行為。やま。④市価の変動によって生じる差額を利益として得るために行なう商取引。相場。*内地雑居未来之夢（坪内逍遙）八「米況に意を注ぐは燦たる頼母しき投機（トウキ）の望が、主人の中心に浮びたるにや」*家族会議（横光利一）「株商売をやっていると、（略）何しろ投機だから、実質を離れて生活がどうも浮はつき勝で」

『日本国語大辞典』小学館

目 次

- 一、はじめに
- 二、アダム・スミス

- 三、ジャン・バティスト・セイ
- 四、ジョン・ラムジー・マカロック
- 五、ジョン・ステュアート・ミル
- 六、アルフレッド・マーシャル
- 七、ミルトン・フリードマン
- 八、ニコラス・カルドア
- 九、むすび

一、はじめに

投機は、古くから経済理論の課題であった。

もとより、素朴に投機を悪徳と決めつけることは容易である。それは何らの生産行為をも営まず、価格操縦の可能性を常にはらみ、価格を騰貴させ、或いは不当利得が所得分配の公正さを損う、等々。また、元来、資本主義というものその自体が投機性をもつ、と言いつつことも容易である。しかしそうした概括的で感情的な非難は、必ずしも問題の所在を明かにしない。今日における為替投機の盛行、商品取引所の盛況、金融派生商品の世界の発展、これらを念頭に置くとき、投機を経済理論としてどう取扱いうるかが、問われざるをえない。以下に示すとおり、すでにアダム・スミスが投機是認論を開陳し、投機の経済効果に言及していることは、驚くべきことであろう。以下では、投機の歴史的意義を念頭に、投機の経済理論の史的展開過程を瞥見する。

但、K・マルクス、J・M・ケインズ、M・ウェーバーらの投機学説については、むしろそれぞれに固有の理論体系的検討とあわせて提示されるべきものと考え、ここでは検討の対象から除外した。⁽¹⁾

二、アダム・スミス

投機の「価格安定効果」ないし「価格平準化機能」なるものについての最も古典的な表現は、アダム・スミス (Smith, Adam, 1723-90) の『諸国民の富』(一七七六)に見られる。

彼は、穀物投機を例に引き、商品投機の有用性を強く主張する。穀物不足を予測した商人は、穀物価格の安い時に買い込み、価格を引き上げることによって消費を抑制し、穀物が現実に不足となって価格が高騰した時にこれを売り出して飢饉を防止する、というのである。

「国内商人の利害と人民大衆のそれとは、一見どれほど相反するもののように思われようとも、まったく同一であつて、もっともひどい凶年においてさえそうである。……もしかれが価格をあまり高くひきあげぬために、その季節の供給が消費におよぼさぬことがみこされるほどにしか消費が阻害されないならば、かれは、さもなければあげたであらう利潤の一部を失うばかりではなく、その季節がまだおわらぬうちに、人民を食料払底というつらい目にあわせるどころか、飢饉というおそろしい惨事にも当面させるのである。人民にとっては、自分たちのまい日、まい週、まい月の消費がその季節の供給にできるだけびったり比例するのが利益なのである。国内穀物商人の利益もこれと同じである。」「人民の利益のことなど考えなくても、かれは必然的に自分自身の利益に対する顧慮に導かれ、ちょうど思慮ぶかい船長がばあいによっては自分の船員を遇せざるをえないのとほとんど同様に、凶年においてさえも人民を遇するじよになる。」(Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Modern Library Edition, 1937, pp. 490-1, 『諸国民の富』、大内兵衛・松川七郎訳、岩波文庫、昭和三四年、(三一九〇頁以下))

「すなわち、かれは、さもなければあいよりもいく分かはやく食料払底という不便をかれらに感じさせ、それによつ

て、価格が安いのに刺激されてかれらがその季節の実際の食料払底に適するよりももっと急速に消費すれば、あとになつてきつと痛感するであろう不便を未然に防止するのである。現実の食料払底のばあい、人民のためになしうる最善のことは、その不便さをその年の各月・各週および各日のすべてを通じてできるだけ均分することである。穀物商人は、自分の利害にかかわることであるから、できるだけ正確にそうするように調査するのであって、かれのように正確にそれができるほどかれと同一の利害・知識および能力をそなえている人はほかにだれもないのであるから、商業のこういうもつとも重要な活動は、当然、全面的にかれにまかせておくべきものであり、いかえれば穀物商業というものは、すくなくとも国内市場の供給に関するかぎり、当然、完全に自由に放任されるべきものである。」(p. 500, (三)一〇九—一〇頁)

三、ジャン・バティスト・セイ

ジャン・バティスト・セイ (Say, Jean Baptiste, 1767—1832) の『経済学』(一八〇三)は、投機のもつ需給に関する時間的移転に言及して次のように述べている。

「商業の一種として投機なるものあり。そは、一商品の高価に売らるべしと思惟せらるる他日を期して其の俣に同じ場所にて売らむが為に之を購入することを以て内容とす。斯かる商業そのものも生産的なり。蓋し、そは、商品過多にして其の価格の下落を来し、之を生産費以下に下らしめ延いて其の生産を阻礙する場合に際して商品の一部を流通界より退かしめ、而して、其のやがて余りに稀少となり価格が其の自然的価格(即ち生産費)以上に上りて消費者に損害を来さしむる場合に及んで之を再販売に附せむことを目的とするものにして、斯かる目的の為に資本及び倉庫を使用し、保存行為を行ひ、産業を行使するの点に於て効用あるを以てなり。此の種の商業は、商品を一個所より他

の個所まで運送する代りに、之を一時期より他の時期まで云はば運送せむとするものなること明かなり。若しそが何等の利益をも与ふることなく、却て何等かの損失を与ふることありとせば、斯かる場合には、斯かる商業が無用なるの一証たり、商品の供給が購入の際に過大ならず販売の際に過少なからざるの一証たるなり。猶ほ、此の種の作業は、保存商業の名を以て呼ばれたることあるも、此の命名は当を得たり。若し此の商業にして、或る種の商品の独占を維持して之を頗る高価に売らむが為めに、同種類のもの全部買占めむとするに至るときは、之を呼んで買占と云ふ。されど、幸にして斯かる買占は、一国に於いて商業拡大し従って総べての種類の商品の流通量の多大となるにつれて益々実現困難となるものなりとす。」(Jean Baptiste Say, *Traité deconomie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, 1803, 第四版(一八一九) p. 86, 増井幸雄訳『経済学』、岩波書店、大正一五年、上巻、二二七八頁)

四、ジョン・ラムジー・マカロック

マカロック (McCulloch, John Ramsay, 1789-1864) の『経済学原理』(The Principles of Political Economy, 一八二五年に初版。一八六四年の第五版迄の各版に異同あり。以下では、一八四九年の第四版による。)の第二部「価値と価格」の第三章「商業投機の価格に及ぼす影響」は、次のような小見出しを持っている。「投機と賭博の差違」、「穀物投機は公衆に益するにも拘らず、取引業者には危険あり」、「模倣的投機」、「知識の投機に及ぼす影響」。

マカロックは、「生産物を後に売るために買う取引は全て、事実において投機である」(p. 336)とし、「實際上、それらは全て投機であり、企業者は多かれ少なかれ将来を見通さざるをえず」、「したがって投機 (speculation) とは、実のところ先見の明 (foresight) の別名にすぎぬ。」(p. 337)という。また、「投機 (speculation) と賭博 (gambling) とを区

別する明確な線を引くことは決して容易でない。両者は相互に殆ど分かち難く入れまじっている。」(p. 339)

「商人による諸種の投機の中で、穀物取引以上に公衆の反感にさらされるものは数少なく、また同時に、真に益をもたらすものも数少ない。」そして投機は、「異なる場所、異なる時における商品価格をほぼ平準化するもの」(p. 337)であり、穀物取引業者は、「諸地域の必要に応じて、収穫した生産物を国中に分配するだけでなく、豊年の余剰生産物の一部を、将来の非常事態に備えて貯えるための操作を行うのであって、不足が生じるや、年を越えてこれを均しく配分し、社会が深刻な欠乏を感じることはないようにする」(p. 339)のである。しかも彼らは「自分の利益を増進することにのみ専念しているにも拘らず、その穀物投機は公衆に益するところとなるのである。彼らは、遠からずして必ずや起る欠乏の時期には、貯備を放出し、供給過剰のときには即時の消費から一部を取りわけて、農民を襲う価格下落を阻止し、ないしは少くともさもなれば下落したであろう水準よりは高い水準を維持させるのである。」(p. 336)「かつてはしばしば小麦等の穀物の価格は、九―一〇月に比して六―七月には四―五倍の高値であった。しかるに、大規模農民と取引商人の資力の増大のおかげで、また穀物商人の取引に自由が与えられたことによって、もはやそうした苦境にさらされることはなくなった。」(p. 341)

「穀物商人の投機はあらゆる場合に公衆に益するものであるにも拘らず、穀物商人自身が傷つくことの極めて多いものなのである。実際、穀物取引は、従事するに最も危険な商売である。」(p. 345)

投機は公衆に益する (Beneficial to the public) とはいふものの、投機に追隨する模倣が登場するところに問題がある。マカロックは、これを imitative speculation (模倣的投機) と呼ぶ。「二、三の主導的な商人が値上りを見越して買うとか、値下りを見越して売るとかいうときに、これをただ模倣するだけの、そして価格変化の予想の理由など恐らくは考えたことすらない人々が、これに加わることによって、投機は合理的な限界を越えてまで進むことになる。」

投機に際しては、他の事柄でも往々同様であるが、人は、他の人から確信を引き出すものなのである。こうした人は、需給に関しての何らかの特別の、或いは正確な情報を得たから売る、或いは買う、というのでなく、他の誰かがそうしたからそうするのである。こうして、元来の推進力は急激に加速される。かくて価格上昇を予想しての投機に危険があることを承知している人々でさえ、また反動がありうることを承知している人々でさえ、反動に先んじて退却できるものと考えて危険を冒するのは決して珍しいことではない。」(p. 348)

「拡大する模倣的投機 (imitative speculation) ——と名付けようとして——に対する唯一の保証は、正確な情報の拡がりに求められるべきであって、つまり商人階層の間に分析の研究心がそれだけ求められるのである。」(p. 348) ところが「投機に加わってくるのは、通常の仕事を放り出した多数の人々であり、一部は疑いなく賭博のつもりで行動するのであって、彼らは主に模倣の原理によって動かされるのである。」(p. 349) だから、「商業的投機に出動する際に重要なのは知識 (knowledge)」であり、「商業の真の原理がより深く理解されること」であり、「価格に影響を与える様々な状況についての知識を得ること」が大切なのである。(p. 351) 「即ち、既に述べた通り、諸国間の自由なる通商の維持と、正しい情報の一般への伝達とこそが、こうした見込み違いを未然に防止し、軽減する唯一の手段なのである。」(p. 351)

「何らかの新しい商業のチャネルが開かれたとき、或いは、価格の相当の上昇が予想されるときに、市場に熱心に参入してくる多くは、否その大半は、商人ではなく、他の仕事についている人々、ないしは恐らくは固定的所得を得ている人々であるのであって、彼らは、瞬時にして財産を増やすことを望んで投機に入るのである。こうした賭博への流れは、殆んどの場合、こうした状況下に生じてくるのであるが、しかしそれは比較的稀れなケースであるのは幸運であって、通常の場合には、商業的投機は事業に精通した人々の手によってなされるのであって、彼らは、気候や季

節による価格変動を平準化すべく行為し、また、生産物の供給を有効需要 (effective demand) に応じて配分すべく行為し、しかも何時でも完全に消尽されつくすことのないように将来への配慮を伴いつつ、そうするのであって、最大級の重要性和公益性をもつ機能を営むのである。彼らは、成程、自らの利益を求めて行為するに違いないのであるが、その行為の結果は、土地をより豊穰なものとする農業者にも増して、また新しいより強力な機械を発明する機械技師にも増して、有益なのである。」(p. 352)

五、ジョン・ステュアート・ミル

ジョン・ステュアート・ミル (Mill, John Stuart, 1806-73) の『経済学原理』(一八四八) は、第四篇第二章の五で、投機業者、特に穀物商人の影響の検討を試みている。

「これらの〔投機的〕商人たちは、当然、種々の物を最も低廉となったときに購入し、それを貯蔵して、価格が通例以上に高くなったときにそれを市場に持ち出すから、彼らの操作がそなえている傾向は、価格を均等化すること、あるいはその不均等性を緩和することである。もろもろの品物の価格は、投機的商人たちが存在しなかった場合ほど、あるときははなはだしく下落し、他のときははなはだしく上昇するということがなくなるのである。」

「したがって投機業者というものは社会の経済において高度に有用な職務をもつものであり、かつ(通説とは反対に)この部類の人たちのうちでも、季節の変動によって左右される諸商品について投機する人たちがその最も有用な部分である。もしも世の中に穀物商人というものが存在しなかったならば、ただ単に穀物の価格が今日よりもはるかにはなはだしい変動をなすことになるであろうばかりでなく、また不作の際にも、必要な供給がただちに与えられるというところが、全くなくなるであろう。もしも世の中に穀物投機をする人がいない場合——借地農業者たちが投機業者と

ならなかったならば、豊作の年には、このような場合に必ず生ずる無益な浪費を除いても、価格は際限なく、阻止されることなしに、下落するであろう。ある年の剰余分の一部が残されて、他の年の不足分を補うこととなるということは、穀物を市場に出さずに貯えておく借地農業家か、あるいは穀物が最も廉価となったときにそれを購入して貯蔵する商人かのお陰である。」

「この問題に対してあまり考慮を払ったことのない人たちのあいだには、投機業者たちの利得は多くの場合人為的な供給下足を生じさせることによって作られるものである、彼らは、彼ら自身の買付けによって価格騰貴を生じさせ、次いでそれによって利潤をうるものであるという観念が行なわれている。がしかし、これが誤りであることは容易に証明することができよう。もしも穀物商人が投機的買付けをなし、それによってその当座も、またその後にも、彼自身の行動以外には何ら価格騰貴の原因が存在しないときに価格騰貴を生じさせたとすれば、その穀物商人は、彼の買付けがつづくかぎり、疑いもなくますます富裕となってゆくように見える。けだし彼は、その価格がますます高くなるところの品物を所持しているからである。けれども、この外見上の利得は、ただ彼がそれを実現しようと試みないあいだだけ、彼の手中にあるように見えるに過ぎないものである。かりに彼がたとえば一百万クオーターを買い入れ、それを市場から引き上げておくことによってその価格を一クオーターにつき十シリングだけ騰貴させたとすれば、その価格は一百万クオーターを市場にもどすことにより、あたかもそれを市場から引き上げることによって高められただけ、引き下げられるであろう。」

「このように、個々の投機業者がただ彼一人だけでつくり出した価格の騰貴によって利得をうるということは、不可能なことであるが、それと同じように、多数の投機業者が、彼らの取引によって人為的につくり出した価格騰貴により、集団的に利得を得る、ということはあることであるが、しかしこの人たちは、消費者ではなくして、この人

たちほど賢明でなかった他の投機業者たちを犠牲として、この利得を得るのである。この人たちは、家際は、他の人たちの投機が創り出した価格騰貴を自分たち自身の利益に転じ、反落からくる損失を他の人たちの手に残すのである。それであるから、投機業者たちが他の人々の損失によって富裕となりうることは、否定できぬ。しかしそれは他の投機業者たちの損失によってである。一部の商人が利得するものは、それだけ他の一部の商人たちが損失したはずである。」

「投機的商人たちの取引というものは、それが彼ら自身にとって利潤のあるものであるときには、いつも一般の人々にとって有用なものである。そしてこれらの取引は、そのときそのときの変動をはなはだしくすることによって（これらの取引の職務は、普通にはこの変動を軽減することであるが）、時に一般の人々にとって有害であることがあるけれども、しかしいやしくもこのことが生ずると、いつも最大の損失をこうむるものは投機業者たちである。そして彼らは、ただ自分自身の利益を害するのに比例してのみ、一般の人々の利益に奉仕しえなくなるに止まるのであるから、公共の利益を助長する最善の方法は、彼らに、自分たち自身の利益を完全なる自由をもって追求させることである。」(J. S. Mill, Principles of Political Economy, Collected Works, III, pp. 715-717. 末永茂喜訳『経済学原理』、岩波文庫、昭和三六年、(四)二八—三三頁)

六、アルフレッド・マーシャル

アルフレッド・マーシャル (Marshall, Alfred, 1842-1924) の『産業と商業』(Industry and Trade, 1919) になると、投機は組織的市場としての取引所との関わりにおいて取り上げられ、投機には、「建設的投機」と「市場操縦的投機」の二種類があることが指摘される。

マーシャルは、投機を、建設的投機 (constructive speculation) と市場操縦的な投機 (manipulative speculation) に分ける。

建設的投機は、世界の富を増加させる行為であるが、市場操縦的な投機は、事柄の邪悪な側面であり、無法な人々によって悪用された投機である。

建設的投機についてのマーシャルの説明を聞こう。「ある人がある財の供給に関して、いずれか特定の国または世界全般に不足が生ずることについてすぐれた知識を持ち、この財を現物か先物渡して買う時には、彼の判断が正しいという前提に立つかぎり、彼の行為は建設的な投機と考えるべきである。このような行為が世界の富を増大させることは、川の流れを水車を動かすように転換させるのと同様である。それは、もっとも要求されると思われる場所と時間において財の供給を増大させ、需要の緊急さが劣ると思われる場所と時間に財の供給が向うことを阻止する傾向があるからである。このことは投機が果すもっとも際立った貢献である。」これは、投機そのものがもつマクロ的な貢献である。

次に、投機市場が存在し機能することによって、ヘッジ機能が作動しうる。マーシャルは、この点を次のように云う。「しかし、それはいま一つの役割を果している。この方はそれ程目立たないが、重要性においていちじるしく劣ることはない。なぜならそれは、全精力を企業の内部の仕事に向ける必要のある人々に対して、企業が必要とする原料を高騰した価格で買わなければならない危険に関して、保険をかけることを可能にするからである。そのような危険は、彼が左右できない広範な原因によって支配されており、その研究には彼自身のものとは異なった種類の知識と能力を必要とするからである。」

マーシャルは、建設的投機について次のように結論する。「総体としてつぎのように結論して安全であるように思わ

れる。調査の結果にもとづいて、供給が不足すると予想されるゆえに買い、供給が低目に見積られていると確信するゆえに売る人々は、彼らの判断が正しければ利益を得、誤っておれば損失を被るために、一般に機敏で、十分な知識を備えており、有能な精神の持つ最良の判断力をもって公衆のために貢献することが、彼ら自身の利益でもある。彼らの影響は、価格の変動の幅を場所から場所へ、年から年へかけて小さくする傾向がある。」(傍線は引用者。)

市場操縦的な投機について、マーシャルの二云うところを聞こう。「市場操縦的な投機は多くの形態と色合いを持っている。その主な方法は、需要と供給の間の一般的な状態について誤った意見を創り出すことである。共謀者たちは、間接的な方法ではるかに大規模な量をひそかに買い取っている時に、それよりも少量の売りによって、「価格の」下落のために努力しているように市場一般に思い込ませる。また逆に、実際には下落させる投機を企てている時に、表面的には買いに出る。」つまりは、「虚偽の情報」ないしは「虚偽の暗示」が重要な出发点をなす。この強力な共謀者に事実上、助力を与えるのが「素人の投機者たちの愚行」である。「情報に疎い投機者たちは一般に最新の情報にもとづいて行動していると考えがちであるため、「彼らは騰貴よりは下落の方が起る可能性が一層大である時に買う傾向があり、また逆のことをする傾向がある。その結果、彼らは情報に通じた取引者たちが利益するだけ損失を被る。」すなわち「換言すれば、彼らは、市場の悪質な価格操縦を助長する有力な材料となっている。しかも彼ら自身はそのため莫大な損失を被るという結果を伴う。」(Alfred Marshall, *Industry and Trade*, 4th edition, 1923, pp. 253-264, 永沢越郎訳『産業と商業、第二分冊』、岩波ブックセンター信山社、昭和六一年、九七—一二三頁)

なお、マーシャルは、上に示したように『産業と商業』(初版は一九一九年)において組織的市場としての取引所について、かなり立入った論述を行っているが、同様に『経済学原理』(一八九〇、一八九五、一九〇七、一九二〇)において、いち早く「先物市場」に注目していることも特記されねばならない。

「地方都市の穀物取引所における一日の市場でさえ、均衡価格は、生産と消費の将来の関係に関する予測によって影響される。他方においてアメリカとヨーロッパの主要な穀物市場においては、先物渡しの取引がすでに重要な地位を占めており、世界全体を通じて、穀物の取引の主要な糸のすべてが一つの織物に急速に織り上げられつつある。これらの「先物」取引は投機的な操作の付随物に過ぎないものもあるが、その主要な部分は、一方においては全世界の消費についての、他方においては南北両半球における現在の在庫量と次期の収穫の予測によって支配される。取引者たちは、各種の穀物の作付けされた面積と成育状態について、また穀物の代替財として使用される他財の供給について、また穀物が代替財として使用される他財の供給についても配慮する。それゆえ大麦の取引をする際には、大麦の代替財として醸造に使用することができる砂糖のような財の供給を考慮する。またさまざまな飼料のすべてについても同様である。後者が稀少であることが、牧場で大麦が消費される価格を高めるかも知れないからである。もし世界の任意の地域において、任意の種類の穀物の耕作者が損失を被っており、将来の収穫のためにより少ない面積しか作付けしないと考えられるならば、収穫が目前に迫って、欠乏がすべてのものの目に明らかになる時には、価格は上昇するはずであると推論するであろう。そのような上昇の予想は、先物渡しの現在の販売に影響を与え、ついで現物の価格にも影響を与えるであろう。それゆえそれらの価格は、将来の供給量を生産するための費用の評価によって、間接的に影響される。」(Alfred Marshall, *Principles of Economics*, 8th edition, 1920, pp. 337-8. 永沢越郎訳『マーシャル経済学原理』(三)、岩波ブックセンター信山社、昭和六〇年、二二二―二三頁)

七、ミルトン・フリードマン

ミルトン・フリードマン (Friedman, Milton, 1912-) の論文 "The Case for Flexible Exchange Rates" (Essays in

Positive Economics, 1953, The University of Chicago Press, に所収)において、投機の経済効果を、主に変動為替相場制を念頭におきながら展開した。そこでのフリードマンの投機論は、今日、フリードマン命題 (Friedman Theorem) と呼ばれることがある。

フリードマンは、ヌルクセ (Ragnar Nurkse, International Currency Experience, 1944) の批判を試みる。「投機は安定をそこないやすいものだという広く行きわたった信念が戦争の直後に変動相場制を無造作に排斥した主要因であったことはうたがいない。」「両大戦間の経験から、ヌルクセは、投機は一般に安定をそこねるものと考えてさしつかえないと結論している。しかしながら、かれが引合いに出す証拠は、それだけではいかなる結論を正当化するにも不適切である。」「フランスの事例についてさえ、ヌルクセが提示する証拠は、どんな確かな結論を正当化するものでもない。事実はそのどころか、その証拠からいえるかぎりでは、明らかにかれの証拠は、投機は安定をもたらすという反対の結論に対してよりも投機は安定を損なうというヌルクが引き出した結論に不利のように思われる。」

「当時、通貨価値の低下をもたらすおそれがある(すなわち、為替相場の変動をひきおこすおそれがある)、いかなる投機的な動きも安定をそこなうものとみなされ、したがってホット・マネーの動きもそのように考えられたのである。振り返ってみれば、投機業者が“正し”かったこと、投機活動とは独立に、欧州の大部分の通貨の対ドル価値を減価させる要因が働いていたこと、投機的な動きがこの変化を予想していたこと、したがって、投機活動は“安定をそこなう”(“destabilizing”)というようにいいうるとすれば、少なくともそれと同程度に“安定に貢献する”(“stabilizing”)というようにいいうるだけの理由があることは明らかである。」

フリードマンは、「変動為替相場制に対する反論 (Objections to Flexible Exchange Rate)」のさまざまなタイプに批判を加え、変動為替相場制擁護論を展開してゆく。その中で、「外国為替市場における投機は不安定性を増大させる傾向

がある」(Speculation in foreign-exchange markets tends to be destabilizing.) という主張に対して、次のように批判する。

「投機業者は為替相場下落をさらにそれが下落する信号とみなすから、したがって投機が行なわれないばあいと比べると、投機業者は為替相場の動きをいっそう激しくさせる傾向があるといわれる。……一般の意見とは反対であるが、実際に外国為替の投機が不安定性を増大させるということには、わたしは非常に疑いをもっている。かつてのいくつかの経験や、スイス、タンジール、その他における今日の自由な通貨市場からえられた証拠によれば、一般に投機は安定をそこなうというよりむしろ安定に寄与しているように思われる (speculation is stabilizing rather than the reverse)、もっともこの結論を確信をもって立証しうるほど十分詳細に証拠を分析してはいないが。投機は一般的に不安定化をもたらすものであると主張する人びとは、その主張が投機業者は損をするものだ (speculators lose money) という主張とほぼ等しいことをほとんど認認していない。というのは、一般に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格が低いときに売り、高いときに買うばあいに限られるからである。(since speculation can be destabilizing in general only if speculators on average sell when the currency is low in price and buy when it is high.) もちろん、それだからといって、投機は安定をそこなうものではない、ということにはならない。専門の投機業者が平均してもうけているのに、素人は、いれ代り立ち代り、きまって大損をするからである。(professional speculators might on the average make money while a changing body of amateurs regularly lost larger sums.) (Milton Friedman, *Essays in Positive Economics*, 1953, pp. 173-177. 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、昭和五年、一七五—一七八頁。)

フリードマンの主張を整理してみよう。(一) 実需によって価格が交化するとき、投機者は、価格の低いところで買

い、価格の高いところで売ることによって、①正の利潤をあげると共に、②価格変動を平準化・安定化してなだらかなものにする。即ち、投機が成功する場合には、高い価格は低く、低い価格は高くなるので、価格の変動幅は小となる。換言すれば、実需だけによる変動に比べて、実需プラス投機による変動のほうが小さい。(一)投機によって価格変動幅が大となっているということは、投機者が高いところで買い、低いところで売っているわけであるから、投機者は損失をこうむっている。(二)更に、フリードマンが暗々裡に示唆するところを以上をふまえつつ考慮すれば、予想を誤って損失をこうむった投機者は市場から排除・淘汰され、市場に残るのは優れた予想能力をもつ、正の利潤を常に手にしうる投機者のみとなり、かかる投機者の投機行動によって価格は安定化・平準化される、ということになる。

八、ニコラス・カルドア

カルドア (Kaldor, Nicholas, 1908-1986) は、一九三九年の論文“Speculation and Economic Stability” (*The Review of Economic Studies*, Oct. 1939. ①頁以下) Essays on Economic Stability and Growth, Gerald Duckworth & Co. Ltd., 1960) 所収。以下では本書による。) において、伝統的投機論を批判的に点検し、投機の経済理論を展開した。

カルドアは、投機を次のように定義する。すなわち、「後日に転売(もしくは再購入)することを予定しての購入(もしくは販売)であって、かかる行為の背後の動機は、現行価格に比べて将来価格が変動するであろうという期待にある。従って、その財貨の使用による便益や、財貨に対する何らかの加工や、別の市場への移動によって生み出される利益にその動機があるのではない。」(p. 17)

また、カルドアは、投機の伝統的理論 (traditional theory) を、「需給要因からする価格変動を平準化 (evening) す

ることをもって投機の経済的機能とする見解」(p.17)と要約しつつ、「これは、投機家を、一時的供給超過の際には常に買手として参入して価格下落を緩和し、供給不足の際には常に売手として参入して価格上昇を緩和する、平均的な先見性を超える人々と考え、それによって価格を安定化(stabilising)、ないしは少なくとも変動幅を縮減して、自動的に財貨を有用性低度の部面から、高度に有用性をもたらす部面へと移動せしめる」と説くもの、と整理する。そして、「もし、将来の需給の状態が一般に分っているなら、この移転は、疑いなく投機家を必要としないであろう。しかし、完全予見の世界では、誰も投機的利益を得られず、投機家は存立することができない。不完全予見の世界では投機家は存立し得、平均的個人より優れた予見をもって行為するという仕組みを可能とする」(p.18)と見る。「従って、投機的利益は、一般の企業利益と同じ性格のものであり、卸売商人や小売商人の利益と同じく、重要性の低い用途からより重要性の高い用途へと移動させることにより、稼得されるのである」(p.18)と伝統的理論は主張する。

かくて伝統的理論にあっては、「投機的活動が価格変動幅を狭めるのではなく拡大する原因となりうること、及び重要性の高い用途から低い用途に移動させうること、は正面から問題にされることがない。というのは、そうした場合とというのは投機家の予見が、平均的な予見よりも優れているのでなく、むしろ劣っている場合を意味するのであるが、そうした投機的活動は、損失を生じ、利益を生まないもので、そういう投機家は急速に排除されるに相違ない。平均より優れた予見をもつ投機家のみが市場に永く止まることが期待できる。そしてそれは、投機的活動の効果が価格安定化(price-stabilising)であり、上記のいみで全く有益な(wholly beneficial)ものであることを意味している。」(p.18)こうした伝統的理論に対して、カルドアは二点から批判を加える。

(一)「けれどもこの主張は、需給の全量に対して投機の需給量は僅かの部分を占めるにすぎぬことを前提としており、そのため、投機的活動は、価格変化の大きさ(magnitude)に影響を与えることはあっても、価格変化の方向(direction)

rection)を変化させることは決してできないものとされている。もし、この前提が承認されないとすると、主張は崩れる。たしかに投機家は、永久に成功を収めるためには、平均以上の予見を持たねばならぬことは事実である。しかしそれは、彼にとって、市場における将来の非投機的要因の予想を、ではなく、他の投機家の予想の程度を正確に（ないしより正確に）予想することで全く十分なのである。「ここでカルドアは、ケインズの『一般理論』第一二章から次の文章を註記している。すなわち「われわれが、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ぼる場合、われわれは三次元の領域に到達している。」かりに、全量に占める投機取引量の割合が大きい場合には、個々の投機家にとっては、他の投機家の心理を読むことに集中することのほうが、非投機的要素の傾向を読むよりも、事実上はるかに利益につながるものだからである。こうした場合、投機が全体として純益を得ずして損失を生じたとしても、それは長期的に見てもなお自己調整的 (self-corrective) なものではありえない。というのは、失敗した投機家の浮動人口の減少は、成功した投機家の小集団を永久に維持するに十分だろうと思われるからであり、また、この成功した投機家の小集団の存在は、この浮動人口の永久的供給を可能とするに十分な吸引力となるだろうからである。投機家の予見の程度に差がある限り、また、それが多数である限り、彼らは外界の事柄の予測に成功する必要はなく、彼ら相互に生き永らえることが出来るのである。」(p. 19)

(二)「伝統的理論には、批判されるべき第二の点がある。それは、投機が活動の一般水準 (general level of activity) に及ぼす効果を見無視しており、——というよりむしろ価格安定にのみ注意を集中し、(明示的というよりは多分無言のうち)もし投機が価格安定効果 (stabilising influence upon price) を持ちうるとすれば、そのこと自体によって活動の安定効果をもつものと考えられている。しかしこれは、現実世界では成り立ちえない貨幣運営に関する特別の仮定の下でのみ言えることにすぎない。そうした仮定のないところでは、のちに見る通り、投機は、価格変動の除去に成功す

る限り、多くの場合、所得水準の変動を生み出すのである。価格に対する安定効果は、活動についての不安定効果を伴う。したがって投機の価格安定効果の問題と、雇用の安定効果の問題とは、同一の問題の部分としてではなく、別個の問題として取り扱われるべきである。」(p. 19)

ところで、投機が可能となる財には一定の特性がある。カルドアは「投機の必要条件 (The Pre-requisites of Speculation) について次のように述べる。

「経済財の全てが投機活動の対象となるのではない。投機の対象となる財貨の範囲は、実際上はかなり限定されている。特定の財貨ないし資産が投機の対象とされるためには、通常の状態において、二つの主な条件が必要である。すなわち、完全市場 (perfect market)、或いはそれに準じた市場、および低い持越費用 (low carrying cost) である。仮に、持越費用が高く、また市場が不完全な場合には、そして買値と売値の差が大きい場合には、偶発的な場合や暴力的変化の下ではともかく、投機は極めて高くつくものになる。」

「これら二つの条件を前提とした上で、次に、限定された財のみが共通にもつ、幾つかの属性がある。それらの属性とは、(一)十分に標準化されているか、されうること、(二)一般に需要のある財貨であること、(三)耐久性があること、(四)容積に比して価値が大であること。」(p. 20)

「前二者は、完全市場を推し進めるのに不可欠の条件である。後の二つの条件は、低い持越費用を構成する。耐久性の高いことは、時日の経過に伴う損耗の度が低いことを意味し、容積に比して価値の大なることは保管費用が低いことを意味する。」(p. 20)

「後二者は、持越費用そのものとも呼ばれるものを構成する。とはいえ、純持越費用は、財貨のイールドという第三の要因にも依る。通常の状態にあっては、あらゆる財貨の貯蔵は、それ自身によって計られたイールドを持つ。そし

て、このイールドは、在庫の保有を補償するものであり、純持越費用を計算する際には、持越費用そのものからは引算されねばならない。純持越費用は、したがって、正でも負でもありうる。」(p. 21)

「イールドの観点からすると、財貨を二分して考える必要がある。即ち、生産に使用される財貨と、生産で使い尽される財貨とである。後者の財の在庫もまた、在庫としてイールドを生む。生産者が必要とするときに入手でき、ひんばんに配送を注文する、ないし配送を待つ厄介さとコストを節約する。しかし重要な差異は、後者は、こうして「有効な (useful)」ものとなりうる在庫量は、一定の時に、極めて限定されている。その限界的イールドは、「必要量 (requirements)」を越えて在庫が増加すると急速に低下する。過剰な在庫が存在すると限界イールドはゼロとなる。いまひとつのカテゴリーの財貨、すなわち固定資本 (fixed capital) は、在庫の増加に伴ってイールドがよりゆっくりと低下し、それは通常は正である。従って、われわれは「投機的在庫 (speculative stocks)」を、「通常必要量を越す過剰なもの」と定義するので、運転資本財 (Verbrauchsgüter) の持越費用は、投機的在庫が正のときには正であり、また負のときには負となる。固定資本財 (Gebrauchsgüter) は、「投機的在庫」が正ないし負のいずれであるかにかかわらず、通常は負である。」(p. 21)

投機の経済理論に重要な貢献をしたカルドア・モデルそのものについては、ここでは割愛するが、その前提とされる理解の概要は以上においてすでに明らかである。カルドアの場合、価格上昇を期待して保有される「投機的在庫」、すなわち通常必要量を越えて保有される在庫の超過分が、投機の経済理論におけるキイ・ワードとなっている。そして、この「投機的在庫」を通じて、投機は経済循環ないし再生産と関連づけられているのである。

九、むすび

投機論史は、カルドアの前と後とに二分される。伝統的理論への批判として登場したカルドア理論は、(一)投機の価格安定効果への疑念から出発して、(二)投機が一般的経済活動に与える影響にまで、説き及んでいる。この理論展開を可能とした基礎には、「投機的在庫」への着眼がある。投機的在庫は、価格上昇への期待に伴って保有され、また保有される投機的在庫の分量の変化を通じて、一般的経済活動水準に影響を与える。

ところで、こうした投機の経済理論の歴史的展開の背後に、利子論の推転過程が隠されていることが注目されねばならない。それは、端的に言えば、古典派からケインズへの利子論の流れである。しかし以上ではなお、この点にまでは及んでいない。⁽²⁾

さらに、中世以来の定期市がもっぱら空間的場所的取引に関わる機構であったのに対し、近代の取引所は、時間的な価格差を目しての機構という意味合いが付加されてくる。即ち、現物—先物市場の機構が前提となる。そしてこれを前提として、投機的在庫を保有する限り、全ての企業家は投機家たりうるのである。⁽³⁾

最後に、投機についてのケインズの有名な一句を引いて、小考を閉じることにした。

「投機家は、企業の着実な流れに浮ぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。」(『一般理論』、第二章)

注

(1) 小稿を含む一連の研究につき、社団法人日本商品取引員協会から研究助成を賜った。記して謝意を表す次第である。

(2) 古典派からケインズへの利子論の流れは、『資本論』にいう「利子つき資本」の外在的自立性の△機構的∨認識過程と見ることができる。すなわち、利子を、利潤に由来しながらもこれとは全く異なる運動軌跡を描くものとしてとらえ、それを物象化の過程に乗せていかに理解するか、の問いがそこにはある。新古典派には、この問いそのものが欠ける。『一般理論』にいう「自己利子率 (own rate of interest)」の理論(第七章「利子と貨幣の基本的性質」)は、全く別個の思考経路と方法的態度によりながら、結果的には、『資本論』の三位一体の定式にいう「資本—利子」の位相での利子論を△機構的∨に解いてみせたものとなっている。また、一般的にいう「一般理論」における「慣習」と「不確実性」とへの着眼は、△絶えざる自己更新の流れ∨としての物象化を、連続と不連続の二側面からとらえたものと見ることができよう。

こうした点から逆に『資本論』を見ると、そもそも資本とは、価値の自立的「運動体」であり、また「過程する」価値であるから、過程する「時間」の要素は理論構築上、不可欠必須の要素である。にも拘らず、再生産「表式」それ自体には、かかる「時間」の要素は含まれておらず、ここに循環・回転論のもつ決定的な意義が認められる。しかし、にも拘らず、「資本—利子」の理論は、単なる概念提示、範疇整理に止まっており、「時間」の視点を含めての△機構的∨集約とはなっていないことが注意されるべきである。『資本論』における時間の視点の扱いは、別して検討されるべき重大な論点である。

(3) 普通の市場と近代的取引所との差異についての深い認識は、マックス・ウェーバーの取引所論の前提となっている。(中村貞一・柴田固弘訳『取引所』、未来社、一九六八年)

また、こうした近代的取引所の発展を背景に、経済学にいう「商品」概念は、新たな推転を遂げる。

例えば、カール・メンガー (Menger, Carl, 1840-1921) は、『一般理論経済学』(遺稿による)の第二章「財の一般理論」は、財 (Güter) を論じるものであるが、第八章「商品の理論」は商品 (Ware) を論じるものとなっている。ここにいう商品は、財と区別され、「營業的生産者あるいは中間商人によって交換目的に用意された」ものを言うのであるが(邦訳(一)、p. 352)、それは「市場、定期市、取引所」(邦訳(一)、p. 371)において十全な販売可能性を得るとされる。

なお、メンガーは、投機 (Spekulation) について、次のように述べる。「投機は、たしかに自分たちの独自の利害を追求することに発するものではあるが、飽和した市場にはけ口を与え、逆に貧血気味の市場には商品を補給し、またそれによって、経済的な価格から遠ざかりすぎている価格を抑制するという経済上の使命を果たすのである。しかもまた同時に、投機は市場にもちだされた商品が一時的に全然販売されなくなるとか一商品にたいする需求が部分的にまるで充足されないままになるとかいった不測事をも阻止するのである。だから、ある種の商品は、その市場で、活気があり、しかも専門知識にもとづいた投機が

おこなわれる結果、供給された数量のほとんどすべてが経済的価格で、またはそれを僅かに低下させるだけで容易に買い手を見つけることができるのたいして、他の商品の場合に同じことが見られず、あるいは見られるとしても同じ程度にはないということは、商品の販売可能性のもう一つの重要な差異を基礎づけるものである。」(メンガー『一般理論経済学』(一)、八木紀一郎、中村友太郎、中島芳郎訳、みすず書房、一九八四年、p. 375)

ところで、さきに付言したような商品概念の推転は、先物市場の成立を背景としてのことであることが忘れられてはならない。商品生産・市場経済の無政府性は、世界市場を前により深刻化し、そこでの危険負担回避の必要性和、乱高下する価格を逆手にとって利益を擷いうる可能性とから、先物市場が急拡大し、この先物市場における標準化された取引対象こそが「商品」と観念されることになる。

したがって、ここでの「商品」概念の推転が、「利子」認識の展開と相即してのものであることに注目する必要がある。

参考文献

(本文中に引用したもののほか、参考したもの。)

- 青木達彦『ケインズの経済学』とポスト・ケインジアンの経済学——現物—先物市場メカニズムと価格ノルム、根井雅弘、西村周三編著『現代経済学の再検討』、日本評論社、一九九二年、所収。
- 石野典『投機の経済理論』、『証券研究』第七八巻、一九八六年四月
- 小谷勝重『日本取引所法制史論』、法経出版社、昭和二八年
- 川合一郎『株式価格形成の理論』、日本評論社、昭和三五年(『川合一郎著作集』第三巻、有斐閣、昭和五六年所収)
- 新開陽一『投機の経済理論』、『経済評論』、昭和四八年八月号。
- 同「為替投機と予想形成」、『季刊理論経済学』、第二〇巻一号、一九六九年四月
- 同「変動為替相場…展望」、『季刊理論経済学』第二一卷一号、一九七〇年四月
- 原正彦『ケインズ経済学の再構築』、東洋経済新報社、一九九五年
- 同「貨幣的市場システムの基礎理論」、『明大商学論叢』、第七一卷一号、一九八八年七月
- 吉田賢一「外国為替相場変動の二重性」、『経済学研究』(北大)、第四四巻四号、一九九五年三月
- Emery, H. C. *Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States*, Columbia U. P. 1896 (Reprinted 1969)

Hadley, A. T., *Economics*, Putnam's Sons, 1896.

Stevens, A. C., The Utility of Speculation in Modern Commerce, *Political Science Quarterly*, Vol. 7, 1892.
do, "Futures" in the Wheat Market, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 2, No. 1, 1887.