

【研究ノート】

アンドレ・オルレアンによるブラック・マンデーの 分析についての覚書

Commentaires sur L'analyse de Lundi Noir par André Orléan

佐藤 猛
Takeshi Sato

目次

はじめに

第1章 考察のための予備知識－レギュレーション学派

第2章 オルレアンの証券理論の体系

第3章 ブラック・マンデーの分析

おわりに

はじめに

米国においてNYダウ工業株平均 (DJIA) が下落率22.6%と史上最大のクラッシュ (株価暴落) を記録した1987年10月19日 (月曜日) のブラック・マンデー (Black Monday) についての研究は、ほとんどが新古典派のファイナンス理論や一般的な制度論の視点から行われている。ところがフランスの経済学者アンドレ・オルレアンはブラック・マンデーに関して、世界経済の歴史的危機の1つのイベントとしてレギュラシオン理論から詳しい分析を試みている。ブラック・マンデーを研究している筆者は機会があればオルレアンの分析方法とその結果を整理してみたいと思っていた。なぜならブラック・マンデーの状況分析についてレギュラシオン理論とオーソドックスな新古典派のファイナンス理論からの比較検討の試みは有益であると考えからである。その端緒として、拙稿においてオルレアンによるブラック・マンデーの分析について整理をして覚書とした。

そこで拙稿では以下の構成を採る。まず第1章では覚書のための予備知識として、代表的なレギュラシオニストのミシェル・アグリエッタに依拠してレギュラシオン学派の方法論について要約する。当然、オルレアンのレギュラシオン学派での位置づけも明確にする。第2章はオルレアンの証券理論体系を整理する。オルレアンの証券理論を説明に徹したいので、批判的コメントはできる限り差し控える。またオルレアンが摂取しているケインズの証券投資に関する理論を整理する。第3章ではオルレアンの証券理論を用いて、ブラック・マンデーに関する分析を紹介する。

最後にオルレアンがさらに深化させた概念からブラック・マンデーの最終的な分析結果を紹介して「おわりに」としたい。

なお、拙稿はオルレアンの理論の単なる羅列ではなく、より明快に要点を絞って独自の

視点で整理したつもりである¹。

第1章 考察のための予備知識 ーレギュラシオン学派

第1節 レギュラシオン学派

1970年代の先進資本主義諸国の経済システムは失業やスタグレーションにより、従来の均衡理論やマルクス主義のアプローチでは十分な分析が出来ないとの認識が広まった。こうした閉塞的な経済システムの分析を乗り越えるため、フランスにおいてアグリエッタやロベール・ボワイエを中心にレギュラシオン学派が創設された。この学派の目的意識は「本来、矛盾に満ち、不安定な資本主義をどのように均衡化させるか、」である。レギュラシオン学派は以下の3つの概念から出発していると言われている²。

まず1つ目の概念はルイ・アルチュセールの構造主義的マルクス主義に対する反抗である。すなわち「歴史は主体なき過程であり、歴史に重要性はない、つまり、資本主義の歴史はその不変の要素 (商品関係や賃労働関係) の再生産であり、構造こそが再生産されるのであって歴史は無である、」とする思想に対する反抗である。ここでは資本主義の再生産の概念については同意するものの、ボワイエは以下のように主張する。「資本主義がその不変の要素を再生産するためには、資本主義は不断に新しい組織形態、新しいイデオロギー、新しい商品、新しい立地を創造していく。」³

2つ目の重要な概念は経済の諸主体について「合理的なホモ・エコノミクス」な計算に基づいて行動をしているのではなく、社会学者ブルデューがいう習慣、教育 (形成) されたハビトゥス (Habitus) に従って行動していると想定する。よってレギュラシオン学派はハビトゥス概念によって社会構造を説明しようとする。

レギュラシオン学派の3つ目の概念は経済の均衡化への模索である。この模索は新古典派と同じであるが、その経済方法論は根本的に異なる。レギュラシオン学派は社会を捉える視点を新古典派のような諸主体が個人主義ではなく、社会諸関係に置く。アグリエッタは「社会諸関係とは、それに先だって存在する諸主体が取り結ぶ相互の利害関係ではない。そうではなく、社会諸関係とは、その定義そのものの中に、対立、敵対、暴力を和解したい属性として含むような、分離なのである。」⁴と述べ、新古典派の方法論的個人主義とは根本的に異なることを言明する。

このような基礎的概念に基づいて、レギュラシオン理論は第2次世界大戦後から60年代までの資本主義、特にアメリカの資本主義を資本蓄積からなる制度形態により支えられた経済であるとして、フォーディズムと名付けた。この資本蓄積にはケインズ主義的な国家介入主義も含まれる。次にポスト・フォーディズムではレギュラシオン理論は危機の分析が中心となる。この点について「なぜ資本主義の危機にレギュラシオン理論なのか、」とのアグリエッタの自問からみてみよう。

1.2 レギュラシオン理論の必要性

アグリエッタは資本主義の危機を分析するためのレギュラシオン理論を必要性について、再生産概念に基づく「調整と均衡」と歴史分析の理論的意義の2点から論じている⁵。

まず、再生産概念に基づく「調整と均衡」からレギュラシオン理論の必要性を論じる。現在の支配的な経済理論が二重の意味で無能であるとする。第1に経済的運動を諸主体が生きている時間のなかで分析することについて、つまり経済的事実の歴史的説明について無能力であり、第2に経済関係の社会的内容を表現することについて、つまり、経済を論争とする権力のコンフリクトを解釈することについて無能力であるとする。この1世紀に

わたる新古典派理論を総括すると、ひたすら一般均衡というただ1つの概念を作成することを志向した。このために主体は合理的に行動して、かつ経済システムの効率性を求め、現存システムの中で最も弊害の少ないと同時に最適状態のシステムを構築する。この方法として規範的な方法による多くのモデルを生み出し、変数操作によって均衡、成長経路を説明しようとする。そこには歴史的動態（ダイナミック）としての諸力の研究がない。すなわち「危険の伴わない改革」であるとする。

そこで歴史分析の理論的意義の問題が現れる。なぜなら危機の時期には現存の経済の「不均衡」の大きさが、一般理論に含まれている時間概念との関係で疑問があるからである。たとえば、ケインズ理論は不安定な歴史の中で、新古典派の市場理論を批判するが、それは短期に止まったため、長期での資本運動の問題は依然、残されたままである。

それゆえ歴史分析の理論に関する考察はシステムを構成する諸関係の内的な変容の論理を持たなければならない。しかも社会システムを変容させながら、その長期にわたる統合を保証する諸力の探求をしなければならない。この探求こそがシステムのレギュラシオン（調整）である。しかも資本主義のレギュラシオンの研究は長期にわたる統合を保証する諸力の探求である。そこで歴史的分析をともなう理論構築を必要とする。このためマルクスの史的唯物論の視点よりも、労働や社会的消費ノルムの経済システムの変容の視点に重点が置かれていると言われている。

多くの人がレギュラシオンの問題意識にはあえて反対しないだろうが、果たして具体的な資本主義の危機を分析するための経済理論は何か。レギュラシオン学派は短期理論として新古典派理論、ケインズ理論そして長期理論としてのマルクス経済学を批判する。しかし、拙稿におけるオルレアンの証券理論を観察する限り、オルタナティブ理論として何

が提示しているわけではなく、新古典派理論、ケインズ理論に立脚しているように思える。

1.3 オルレアンの位置づけ

ポスト・フォーディズム以降のレギュレーション理論は危機のテーマとして金融市場にも分析対象を広げている。この分野ではアグリエッタやオルレアンが精力的な研究を続けている。彼らが展開する金融市場理論の基本概念は彼らの共著『貨幣の暴力』⁶および『貨幣：暴力と信頼のあいだ』⁷からみてとれる。それらの著書の中で、貨幣の要諦は以下の通りとなる。

貨幣は商品経済の基礎だけでなく社会的関係を形成する。ルネ・ジェラードの暴力論を援用して、貨幣は個人の擬制的欲望と物品の売買を円滑にするという暴力から逸らす役割を担う。そして貨幣は商品でもなく、国家でもなく、契約でもない、信頼である。貨幣はこの社会により合意された究極的な基盤に社会的法則を与える。そして各人は他の人がそれを欲すると予測したとき、それを「流動性」と呼ぶ。この法則が崩壊すると危機が訪れる。

特に社会により共通信念(コンベンション)⁸という概念はオルレアンの分析手法を理解するうえで重要である。彼の編著『共通信念の経済分析』⁹において、共通信念分析は社会的システムの中で合意に行き着く過程の問題に焦点を当てる。この問題をサイモンの人間の限定合理性、スティグリッツの情報の非対称性およびゲームの理論から求める。このようにレギュレーションの中でもオルレアンは金融に特化しているのも、基本的なレギュレーションの枠組みを理解すれば、分析手法は現代ファイナンス理論と余り変りはない。このため、他のレギュラシオニストより理解は容易であると思われる。したがってサブプライム問題について上梓した『熱狂から恐慌へ：金融危機の考察』¹⁰の分析手法は米国の現代ファイナンス理論を駆使しているのでレギュ

レーション学派の著書とは思えない。しかし、その根底にあるのは彼らの重要な観念である市場の共通信念の成立過程であり、またその変化と変容である。

以上、共通信念と現代ファイナンス理論を用いて、遺憾なく歴史的視点から証券市場の危機を分析した著書が『金融の権力』¹¹である。この著書の中では証券理論を論じた後、クラッシュとしてのブラック・マンデーを分析している。

なお、2002年のユーロ導入直前に上梓した『貨幣の主権』¹²において、貨幣の概念拡張がなされている。貨幣を共同体の社会的紐帯を構築する媒体として、さらに「生の債務」を象徴する機能として貨幣があるという考えを採る。「生の債務」とは共同体が構築され世代間における社会の再生産のための「与え、受け、返す」という贈与の論理をいう。これは国際金融の領域の議論である。

第2章 オルレアンの証券理論の体系

オルレアンは『金融の権力』で証券理論の体系を遺憾なくまとめている。この理論体系を基礎にして、歴史的金融のクラッシュの事例を説明している。その理論体系として、まず株式評価原理から説明する。株式評価原理としての価格決定要素はファンダメンタル部分と投機の部分からなる。しかし、この株式評価は株式市場(取引所)における市場の流動性に影響される。往々にして、実際の株式市場は投機と市場の流動性で結び付いて金融危機もたらす。

つぎに株式市場の安定と動態(ダイナミック)はどのような仕組みで起きるか。そこでオルレアンは市場における投資家の投資行動における作用として①ファンダメンタル主義的合理性②戦略的合理性③自己参照的合理性¹³に分類する。株式市場の各局面において合理性に関する信念が変わり、次第に変わっ

た信念が市場内で共通信念として形成される、それに対応した株価が決定される。こうした思考方法はレギュラシオン学派の重要な概念のひとつである、ブルデューのハビトゥスが根底に横たわっているものと推測できる。

以上がオルレアンの証券理論の体系である。オルレアンの証券理論の特徴は株式評価や共通信念に際してケインズ理論の影響を非常に受けている。拙稿ではオルレアンの証券理論のなかにケインズ理論がどのように摂取されているかも整理している。

2.1 株式評価の原理

株式評価－企業と投機

まず株価のファンダメンタル価格は $VF = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d_n^e}{(1+r)^n}$ である。各配当予想 d_n^e を現在割引率 r (金利) で割り引いた総計である。マルクスはこの時価評価を「死んだ資本」と呼んだようであるが、ここでは企業の「資本のパワー」である。企業の評価は生産組織、経営、競争環境、需要動向、技術進歩の予想、マクロ経済指標等のファンダメンタル (経済の基礎的諸条件) のパラメーターに依存する。そこでファンダメンタル主義とは株式市場において企業評価がファンダメンタル価格に均衡化するとの考えを意味する。こうした評価は長期的に企業を支配するための評価に向いている。

もう一つの株価の評価として投機価格がある¹⁴。これは $P_t = \frac{P_{t+1}^e}{(1+r)} + \frac{d_t}{(1+r)}$ と表現できる。オルレアンは株式の2つの評価、ファンダメンタル価格 (= 時価評価) VF と投機価格 P_t を「株式評価の2元性」と呼んだ¹⁵。

流動性のパラドックス

つぎに、株式を金融投資として流動的にする、すなわち譲渡可能な株式は市場の流動性を必要とする。しかし、ファンダメンタル価

格と異なり、流動性は証券の固有属性ではない。流動性は制度的な創発－この場合は組織的金融市場－によって生み出されたものである。そして組織的金融市場におけるルールのコードの程度は普遍性と透明性による。ところが、流動性が証券に与えられると価格変動は必然的に大きくなる。この価格変動を利用して投機が起きる。この際、投機は短期価格変動を支配する市場心理が不可避的制約となる。流動性は証券を譲渡可能にする一方、投機も惹起する。これを流動性のパラドックスとオルレアンは呼んだ。

株価評価の結論

実際の株式市場では短期の投機である企業の子孫の予想の評価が企業を支配するための評価であるファンダメンタル主義を凌駕している¹⁶。すなわち、株式市場で形成された評価は、長期的成長条件に関する情報を反映するのではなく、市場参加者の予想 (期待) を表しているに過ぎないとオルレアンは主張する。

2.2 株式市場の共通信念(コンベンション)

このように株式市場は投機により支配されている。投機は市場の流動性から起きるので、合理性を持つ。根本問題は市場参加者が投機の合理性に対してどのように動くかである。この問題を議論するために以下の3つの合理的な行動基準をオルレアンは提示した。

- ① ファンダメンタル主義的合理性
客観的な基礎的条件のパラメーターによるファンダメンタル価格の合理性
- ② 戦略的合理性
外部の集団の投資戦略を理解して、追及する目標は機会主義的 (他者の出方をうかがい利用しようとする態度) 合理性
- ③ 自己参照的合理性
外部の集団の投資戦略を観察して、それらを一般化してすべての個人が共通となるような参照基準を見つけることの合理性

オルレアンは市場参加者が支配的に認める合理性の信念形成を共通信念と呼んだ。共通信念の形成には多数の人が持つ信念の模倣（イミタション）が不可欠である。これを模倣主義という。特に共通信念の解は純粹協調ゲームを適用しており、オルレアンの理論的緻密性の高さ示している。

以上から、オルレアンは共通信念の概念と3つの投資基準の合理性を用いて株式市場のダイナミックを説明する。これがオルレアンのクラッシュ理論のエッセンスである。たとえば、市場での共通信念として①ファンダメンタルズ主義的合理性であったとする。この時、市場はその共通信念で安定している。つぎに懐疑的ファンダメンタル主義的合理性と反抗的投機家の台頭で、②戦略的合理性が次第に共通信念（コンベンション）となり、これに基づいて市場は再び安定化する。その移行期に大きな経済的変化が起きる。その後、戦略的合理性が懐疑的となり第3局面では③自己参照的合理性が支配的となる。この時、個人が共通となるような参照基準とは、平均的意見の予測のみに基づいて市場参加を志向することを意味する。そして再び①ファンダメンタル主義的合理性へ回帰する。しかし、必ずしも連続移行するとは限らない。

2.3 ケインズ証券理論の概念の導入または解釈

オルレアンの証券理論の中に摂取したケインズ理論の概念の整理を行う。多くの概念はケインズの『雇用、利子および貨幣の一般理論』¹⁷からの引用と解釈からなる。オルレアンの証券理論がいかにケインズに影響されているか知ることが出来る。

株式評価を2元性—投機と企業

ケインズは株式市場を論じ、「投機」と「企業」の2つの行動のタイプ分けをしている。

「投機という言葉は市場の心理を予測活動

に当て、企業という言葉は資産の全存続の存在期間にわたる予想収益を予測する活動に当てる。」¹⁸と株式評価の2元性を示唆している。

流動性と投機

流動性と投機の関係性について、ケインズは強い関心を持っていた。当時、ケインズは投機行動を抑えるために、高い税金の賦課を含めて取引費用を引き上げるように主張した。ニューヨーク株式市場とロンドン株式市場を比較すると、後者は投機がそれほど活発でなかった。これは国民性の相違ではなく、むしろロンドン株式市場における取引にかかる費用が大きく、重い負担となっていたからであると、ケインズは説明している¹⁹。

流動性のパラドックス

オルレアンは造語である「流動性のパラドックス」を説明するために、まずケインズを引用をする。「……株式取引所は多くの投資物件を毎日のように再評価し、その再評価は個人に対して（社会全体ではないが）彼の契約を変更する機会を頻繁に与えている。それはあたかも農夫が朝食後、晴雨計に打診して、午前10時から11時までの間に農業から彼の資本を引き揚げようと決意することができ、またその週の終わりに再び農業に戻るかを考え直すことが出来るようなものである。」²⁰そして、オルレアンは次のように説明する。流動性の目的は、資本の固定化によるリスクを軽減することが流動性の目的である。この流動性は金融業者たちによって創り出されるが、生産資本を代表=代理とする証券が売買されても、この生産資本は固定化されたままであるから、証券の価値の基本的な価値は常にかい離することになる²¹。

自己参照合理性と美人投票

自己参照合理性を最初に分析したのはケインズである。「美人投票」に関して、彼は次

のような説明を加えている。「この場合、各投票者は彼の自身が最も美しいと思う写真を選ぶのではなく、他の投票者の投票を最も多く集めるとする写真を選択しなければならず、しかも投票者の全員が問題を同じ観点で眺めているのである。・・・」²²

このことは株式市場において、情報の真の内容を分析しようとする努力は優先されず、むしろ、情報を入手した他の市場参加者の行動について推測することが非常に重要となる。

コンベンションの概念—共通信念とケインズの慣習

オルレアンは当初、自己参照合理性と市場での共通信念はケインズの慣習（コンベンション）とほぼ同じであるとした。その具体的例として、利率の慣行＝共通信念を取り上げてケインズ理論の先駆性を称賛する。なぜならケインズの分析は革命的であったからである。従来理論において、金融変数はファンメンタル変数の反映でしかないと思われていた。このような理論だと、信念が役割を演じることはない。価格を決定する財の希少性であるので、自然物と同じ力をもってすべての社会的主体にこれを課す。この自然主義的な認識論と無縁にケインズは新たに「信念が創造的役割を果たした」とオルレアンは高く評価する。

そこでオルレアンはケインズの債券市場について引用する。「利率は高度に心理的な現象であるよりもむしろ高度に慣行的現象であると言ったほうが、おそらくはるかに正確かもしれない。なぜなら、その現実の値は、その現実の値がどうなると期待されるかについての一般的な見解に著しく左右されるからである。どのような水準の利率であっても、長続きしそうだと思えば十分な確信を持って認められるものは長続きするであろう。」²³

第3章 ブラック・マンデーの分析

第1節 ブラック・マンデー状況説明

オルレアン自身もブラック・マンデーの状況を説明しているが、多岐にわたり過ぎて整理が難しい。そこで、本節ではオルレアンの分析を視野に入れながら、ブラック・マンデーに関する米国大統領特別調査委員会の報告書²⁴等を参考に、筆者がブラック・マンデーの状況について要約した²⁵。

概況

1987年8月中頃から株価が下落し始めた。このことから株価変動も高くなり始めた。10月13日ごろから、いわゆる10月クラッシュが始まった。売買も急速に膨み同年9月の3倍以上に達した。そして10月19日(月)にクラッシュが起きた。その日は株価指数(ダウ工業株価指数)508ポイントの22.6%の下落率と史上最大となった。この日を米国ではブラック・マンデーと呼ぶ。また売買高も同年9月の1日平均の3倍以上を超えている。この日だけで金融資産は7億ドル以上が消滅した。シカゴ・マーカント取引所の株式先物指数(スタンダード&プアーズ500)も28%の下落率となった。また10月クラッシュは1929年10月の大恐慌の始まりであるクラッシュに匹敵するものであった。

個人の期待

1988年、米国の経済学者シラーはブラック・マンデーに関して投資家にアンケート調査を行った²⁶。これは投資家の投資態度を理解するうえで非常に有益なものであった。この調査結果は1982年後半から1987年8月までの長期間の株式市場の強気相場に対する心理(＝強気のコンベンション)の不安による伝染現象があったことを明らかとした。

戦略的行動の役割

1982年から1987年のブラック・マンデーが起きるまでの間、証券市場はファンダメンタルズの良好さを反映して新たに開設されたデリバティブ市場での取引も急拡大した。この拡大は機関投資家のヘッジのためのポートフォリオ・インシュランス取引が急増したためである。しかもポートフォリオ・インシュランスを含むデリバティブ取引の投資理論は金融工学的な証券価格モデルを基礎にしており、売買手法もコンピューターを利用したプログラム取引で行われた。現物価格が下落したとき、ポートフォリオ・インシュランスを利用している機関投資家はポートフォリオのリスクを迅速にヘッジするために、取引費用が現物市場より安いシカゴ・マーカントイル取引所でスタンダード&プアーズ500先物を売る。よってシカゴ・マーカントイル取引所での機械的な売りによる先物価格の下落はアービトラジャーによりニューヨーク証券取引所の現物市場に伝達される。そして、現物市場での下落により再び機械的な売りが先物市場で出される。このような株価のスパイラルな下落をカスケード効果という²⁷。こうしたポートフォリオ・インシュランスのカスケード効果は株式変動を大きくさせたとの見解が根強いとした。

流動性の危機と連邦準備制度理事会の介入

ブラック・マンデーの直前14日（水）から16日（金）でダウ工業株平均は10%下落した。その間、ポートフォリオ・インシュランスのプログラム売り120億ドルのうち40億ドルしか売却できなかった。19日には200億ドルから300億ドルまで増加した。19日の売りは株式市場のキャパシティをはるかに上回った。この流動性の危機に関しては2つの内容を持っていた。1つはドット・システム（DOT）システム²⁸の崩壊により、注文が出来なかった。またこのシステムが十分に機能したとし

ても、ポートフォリオ・インシュランス戦略により指示された売りを全て処理することは不可能であった。もう1つはマーケット・メーカーのパフォーマンスの悪化である。あるスペシャリストは価格安定化に寄与できなかった。それはブラック・マンデーの寄付きの価格安定のために値付けの資金が枯渇したためである。また別のスペシャリストは圧倒的な売り圧力に対して資金を使うことを忌諱した。一方、先物取引のローカルズ（値付け業者）やオプション取引のマーケット・メーカーは価格機能の安定化の義務を負っていないので、価格安定化については余り期待されていなかった。

ところで株式は5日目決済であるので、翌日決済や先物・オプションほど火急の問題とはならなかった。シカゴ・マーカントイル取引所の決済会社では、その会員が株価急落でマージン・コールの支払い超の敗者は多額の資金が必要となった。

同時にオプション決済会社（OCC）の会員もプット・オプション売りのポジションの悪化をカバーするためのマージン・コールに直面した。このため決済会員は商業銀行から日内の借入れの依存を高めざるを得ないが、商業銀行も資金調達に限界があった。このため商業銀行はクレジット・ラインを上げ、新規貸付の制限をしたので、信用システムに対する不安が広がった。この不安は10月20日午前8時15分の連邦準備制度理事会の次のような発表で払拭された。

「連邦準備制度理事会は経済と金融システムを支えるための流動性の供給者として活動し続ける用意がある。」

第2節 オルレアンのクラッシュ分析

本節では前節のブラック・マンデーの状況説明をオルレアンの証券理論と結び付けてブラック・マンデーの分析結果を整理したい。

概況の分析

オルレアンはまず、変動性の極端な高まりから、1987年8月25日以降は共有信念の問い直しが進んだとみる。ブラック・マンデーを共有信念の移行時に発生するクラッシュであると考え。なぜなら大きなクラッシュであるブラック・マンデーは市場の効率性理論では基礎的条件（ファンダメンタル）の変化がないから、説明がつかない。さらに「1日で22.6%下がるのは問題であるが、激しい上下動のほうがもっと問題である。基礎的条件のデータを用いて分析しても、これを合理的に説明することは不可能である。」との新古典派経済学者のグリーンウォルト&ステインの論評を紹介している²⁹。そこで、共有信念の移行時の発生、特に外的な参照基準を探すために行動ファイナンス研究の第一人者であるシラーのブラック・マンデーのアンケート分析を利用している。

個人の期待の分析

オルレアンは共有信念の移行時の発生、特に外的な参照基準を探すためにシラーが行ったブラック・マンデーのアンケート結果を分析する。この結果、オルレアンはブラック・マンデーにおいては強い内生的な集団ダイナミクスが存在していたと判断する。それを成立させる基礎は、市場参加者同士の相互作用である。一般に、人はある事象を理解するために役立つ認知標識³⁰を求める。それが1929年クラッシュの参照基準である。さらにシラーを引用する。「1929年の大暴落との比較は、諸現象を構成する要素であった。歴史比較が引き起こす期待に言及せずとも大暴落を理解できるとしたなら、それは誤りである。」³¹

戦略的行動の役割の分析

オルレアンはポートフォリオ・インシュランスの投資戦略のスキームについて詳しく説

明をしているだけである。ポートフォリオ・インシュランスの売り急増が市場参加者の共有信念の変化および先行き価格の不確実性を意識させたとの見解にとどまる。

流動性の危機の分析

特に、10月クラッシュのブラック・マンデーにおいて、多くの市場参加者が市場売買取引で流動性危機を経験した。そこでオルレアンは分析として新古典派が好む数量弾力性（売り注文、買い注文の増減）を用いた価格変化率を用いて、その影響を説明する³²。市場で数量弾力性が予想外の結果をもたらすと、多くの市場参加者はこれまでの一般的な基準（=信念）は消滅してダイナミックはますます暴力的となる。そして売買システムの崩壊を流動性の危機と捉えて、売買システム自体の統合性への不安が新たに現れた。ここで見出すのは習慣的なもの、集団的に共有なものの質的断絶が予想され始めた。ところが連邦準備理事会の発表によって、こうした不安に根拠がないことが分かった。

しかし、ブラック・マンデーで明白になったことは金融流動性が組織化されたプロセス（=証券取引所）を拠り所していることである。これは彼の持論が証明されたわけである。そして市場が基準を見失うと、大量の売りにより株式市場は流動性が枯渇した。投資家はすべての銘柄から手を引くようにも見える。今回の流動性危機でクラッシュは起きないことがわかった。この理由として以下の2つを挙げる。まず、市場は常に生産的資本（すなわちファンダメンタル）にもコミットしているで、それが価格に下支えになる。つぎに、最後の貸し手（連邦準備制度理事会）が適切に信用供与に対する保証する制度的確立が出来ていることである。

おわりに

これまで論じた中心的なコンベンションの概念は、オルレアンは共有信念であり、ケインズは慣習であった。これまでは、ほとんど同じ概念で用いられていた。ところがより厳密にコンベンション概念の定義化をオルレアンは試みる。より厳密化した概念をブラック・マンデーに適用したらどうなるか。この説明を持って「おわりに」にしたい。

ケインズのコンベンションは「金融コンベンション」であるとオルレアンは言う。この根拠としてケインズの文章を引用する。「実際には、われわれは通常、暗黙のうちに一致して、実を言えば、一種の慣行に頼っている。－もちろん、それはそれほど単純ではないが－われわれが変化を期待する特別の理由を持たない限り、現在の事態が無限に持続すると想定するところにある。」³³よって「金融コ

ンベンション」は「連続性コンベンション」であり、価格変動は正規分布を仮定する「正規性コンベンション」である。

一方、オルレアンの共有信念(コンベンション)は合理的信念から生まれるが、このコンベンションは影響、流行、制裁の社会的プロセスにより強固となったり、変化したりする。すなわち、常にダイナミックに曝され他の合理的信念に移行する。これを「解釈コンベンション」と呼ぶ。トーマス・クーンのパラダイムの予想と同じ動きをするとオルレアンは解説する。このようにオルレアンはレギュレーションが志向する歴史的ダイナミックとしての諸力の考察の中に食い込まれた概念を考え出した。そしてブラック・マンデーもこうした「解釈コンベンション」のパラダイムの予想の変化で起きたとする。解釈コンベンションの概念はクラッシュにおけるケインズ理論を超越するためのささやかな挑戦でもある。

〔注〕

- 1 拙稿において参考にした文献の引用および用語はすべて邦訳書を優先している。邦訳書ないものに限り、筆者が原書を邦訳した。このため参考文献では邦訳書を先に掲載している。
- 2 関 嘉寛 [1997] 「レギュレーション理論の有効性と限界：現代資本主義社会分析に向けて」Osaka University Knowledge Archive : OUKA. 81-97頁を参照した。
- 3 R. ボワイエ『入門・レギュレーション』山田鋭夫・井上泰夫編訳 [1990] 藤原書店. 102頁<日本向け> (Robert Boyer [1990] *L'introduction à la Régulation.*)
- 4 M. アグリエッタ『資本主義のレギュレーション理論』若森章孝・山田鋭夫・太田一廣・海老塚明訳, 大村書店 (2000) 6頁 (Michel Aglietta [1976] *Régulation et Crises du Capitalisme L'expérience des Etats-Unis*, Calmann-Lévy, Saint-Amand-Montrond)

- 5 前掲書 (M. アグリエッタ) 29-42頁をまとめたものである。
- 6 M. アグリエッタ & A. オルレアン『貨幣の暴力』井上 泰夫, 齊藤 日出治訳 法政大学出版局 (1991) (André Orléan & Michel Aglietta [1982] *La Violence de la Monnaie*, PUF, Paris)
- 7 M. アグリエッタ & A. オルレアン『貨幣：暴力と信頼のあいだ』(André Orléan & Michel Aglietta [2002] *La Monnaie entre Violence et Confiance*, Odile Jacob, Paris)
- 8 他のレギュレーション学派の邦訳書ではコンベンションは合意との訳語が一般的である。しかし拙稿で対象とする邦訳書では共通信念である。文脈上でも共通信念がより適切であると思われる。
- 9 André Orléan (sous la direction) [2002] *L'analyse Economique des Conventions*, Presse Uinversitaires de France, Paris.
- 10 A. オルレアン『熱狂から恐慌へ：金融危

- 機の考察』(2006) (André Orléan [2009] *De l'euphorie à la Panique : Penser la Crise Financière*, de la Rue d'Ulm, Paris)
- 11 A. オルレアン 『金融の権力』 坂口明義, 清水和己訳. 藤原書店 (2001) (André Orléan [1999] *Le Pouvoir de la Finance*, Odile Jacob, Paris)
- 12 M. アグリエッタ & A. オルレアン 『貨幣の主権』 坂口明義 (監) 中野佳裕, 中原隆幸訳 藤原書店 (2013) (André Orléan & Michel Aglietta [2011] *L'empire de la Valeur*, Seuil, Paris)
- 13 前掲書 (A. オルレアン) では「自己言及的合理性」と訳されている。
- 14 オルレアンの投機はモメンタム (直近の株価変化) として解釈できる。
- 15 拙稿の論評者からオルレアンの株価モデルに関して理論的疑意が呈されたので, 以下, 補足説明する。
オルレアンの株価モデルの提示では長期的において $VF = P_t$ となるが, 短期的では将来の株価予想 P_{t+1}^e により形成される投機価格 P_t はファンダメンタル価格 (= 時価評価) VF と異なることを意図した株価評価である。この価格モデル体系は直観的に理解可能である。しかし投機価格 P_t (モメンタムとしても扱える) はリスク中立型で無裁定理論と同様に金利に等しい, 効率的市場を前提としたモデルであるとする。よって, このモデルでは理論的に投機は起きないことになる。以上のことを理解したうえで, オルレアンの考え方を紹介した。なぜなら株価モデルの表現上の問題があっても, 「株式評価の2元性」についての概念は生きている。
- 16 この考え方は新古典派経済学者のフリードマンと決定的に異なる。投機は自然淘汰されるとフリードマンは考えた。(M. フリードマン「変動為替場擁護論」『実証的経済学の方法と展開』佐藤隆三, 長谷川啓之訳 富士書房 (1977) 158-204頁)。
- 17 J. M. ケインズ『雇用, 利率及び貨幣の一般理論』塩野谷祐一訳. ケインズ全集第7巻. 東洋経済社 (1983) (Keynes, J. M. [1936] *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, London : *Théorie Générale de l'emploi de l'intérêt et de la Monnaie* [1969], Payot, Paris)
- 最近では, ケインズの解釈として宅和公志 [2005]『ケインズ一般現論・論考』(日本評論社) がある。特に経済的心理については 163-173頁を参照。
- 18 前掲書 (J. M. ケインズ) 156頁。
- 19 前掲書 (J. M. ケインズ) 157-158頁。
- 20 前掲書 (J. M. ケインズ) 149頁。
- 21 この考えはケインズが初めてではない。ヒルファディングは「擬制資本」と定義した。(R. ヒルファディング『金融資本論』岡崎次郎訳 (1982) 岩波文庫)
- 22 前掲書 (J. M. ケインズ) 154頁。
- 23 前掲書 (J. M. ケインズ) 201頁。
- 24 市場メカニズムに関する (米国) 大統領特別委員会報告 [1988] (Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms [1988] Government Printing Office, Washington D. C. in Ream (compl.) Volume I Document No. 6.)
- 25 拙稿 [2004]「Bradyレポートのクラッシュ分析の本質」『日本大学商学部創設100周年記念号』107-126頁. 日本大学商学部商学研究会。なお, フランスで唯一のBlack Mondayの状況の解説書はL. Salem [1987] *Le Krach de 1987*, Société Nouvelle Firmin-Didot, Mesnil-sur-l'Estréeである。内容は1987年10月16日から11月6日までをドキュメント風に米国証券市場が描かれている。
- 26 R. シラーのサーベイは「1987年株式市場暴落おける投資家行動: 調査状況」(R. J. Shiller [1987] "Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash : Survey Evidence," *NBER Working Paper No.*

- 2446.) である。
- 27 オルレアンはこの用語は用いていないが、同じ内容について説明をしている。
- 28 DOTシステムとは証券会社を通さず、直接フロアーに注文できる迅速な売買システムをいう。
- 29 グリーンウォルト&ステインの「特別委員会報告：勧告の背景」(B. Greenwald & J. Stein [1988] “The Task Force Report : The Reasoning Behind the Recommendations” *Journal of Economic Perspective* 2 (3), 3-23.) による。
- 30 政治をゲームの理論で説くトーマス・シェーリングが言う「標識」である。2005年にノーベル賞を受賞した。
- 31 前掲稿 (R. シラー) による。
- 32 現代ファイナンス理論では市場の流動性の指標となることはよく知られている。
- 33 前掲書 (J. M. ケインズ) 150頁。