

アレン・ヤングの投機論 – 投機が行う善と悪 –

松尾 隆

《目次》

はじめに

I. 賭博、保険および投機の特異性

1. 賭博と保険
2. 経済リスクと投機
3. 先物取引の合法性

II. 価格変動と投機

1. 長期・短期・季節変動と投機
2. 投機の問題点
3. 景気循環と投機

おわりに

はじめに

アメリカでは、投機が長きに渡り争点となってきた。とりわけ19世紀末以降になると、穀物取引所や証券取引所での取引が普及・増大し、一般大衆の投機との関わりも深まることになった。またこれらの展開が繰り返される厳しい金融恐慌とも結びつくことにもなった。このような状況下で、農業関係者などを中心に投機への批判が強まり、投機の規制を求める動きや法廷の場で争う動きも見られることになった。だが、その一方で、取引所関係者は言うまでも無く、エコノミストの中にも、投機と賭博を区別し、投機の経済的機能を評価した上で、取引所を通じた組織的投機を擁護する立場から、同時に法律による投機の規制には反対する立場から、論陣を張る者もいたのである¹。本稿で採り上げるヤング(Allyn A. Young)も、直接これらの論争に加わることはなかったが、投機に強い関心を抱いていた人物のひとりであった。

もっとも、ヤングは自らの投機論について論究した学術論文を書き残していない。そうではある

¹ この頃の投機と賭博に関する論点については、越田(2011)が詳しい。

が、我々が利用できる関連する文献がまったく存在しないというわけでもない。『ブック・オブ・ポピュラー・サイエンス』に収録された「保険と投機」を、彼が執筆していたからである。本著は15巻からなる百科事典で、一般大衆を対象にしたものであったが、1922年8月21日付のクロック（Warren F. Kellogg）宛の手紙のなかで、「曲がりなりにも経済学のこの分野の専門家であるために、うまく大衆向きの語調に整えるのはつまずいてしまいましたし、これらの章を心なしか難しいものにしてしまいました」（*Young papers*）と記しているように、彼自身その内容の質の高さを認める文献であった。

ところで、「保険と投機」の冒頭は、「一般大衆の議論では、保険と投機はしばしば賭博と混乱されている。事実として、我々が理解するように、これらの三つの形態の活動の個別的相違と特異性は類似性や共通性より遥かに際立っている」（Young 1924b, 4861）という文章で始まる。もちろん、彼は、投機と賭博、そして保険の間の違いを明確にすることを意図していたのであるが、ただ単にこれだけが彼の意図していたことではなかった。本章には「投機が行う善(good)と悪(evil)」という副題が添えられており、これから窺い知ることができるように、彼は、投機の意義を認めつつも、その一方で、投機に孕まれる問題点も認識し、投機の両側面に関する知識の大衆への普及を意図していたことが分かるのである。

そこで、本稿では、主として本文献に依拠しつつ、賭博や保険とは異なる投機の固有の特徴とは何なのか、また投機が行う善と悪とは何なのか、これらの点を中心に、傾聴したいと思う。その際に、彼の議論が少しでも浮き彫りになるように、当時の投機を巡る論争等も考慮したい、と思う。

I. 賭博、保険および投機の特異性

1. 賭博と保険

ヤングの分析対象は、博打、保険および投機の「経済的特徴」(ibid.)であって、それらの道徳性ではないということを²、最初に確認しておきたい。そこでまずは賭博の経済的特徴について、傾聴することにしよう。

保険は実のところ博打とはまさに対極にある。賭博に固有の特徴とは、それが常にリスクの創造または必要でもないリスクの引き受けである、ということである。もし私がコインを投げることで賭博を行うならば、私はリスクを引き受け、そしてまったく根拠のないそして必要でもない方法で、得る機会と同様に失う機会を招くことになる(ibid. イタリックは原文。以下同じ)。

ヤングは、賭博が「リスクの創出」または「必要でもないリスクの引き受け」であり、賭博を行うかはあくまでも本人の選択に係わることであって、必然性を欠く行為である、という。ところで

² 道徳的観点から投機を扱った人物のひとりがライアン（John A. Ryan）であり、彼は「投機は経済的には有用であるか疑わしい；社会的には、それは大きなそして広範な悪を生じる；そして道徳的には、それは非常に多くの数の不正な『取引』と策略によって価値を低下させる」（Ryan, 347）と理解し、投機について「道徳的に疑問が残る」（ibid.）と指摘していた。

このような認識は決して彼に固有なものではない。エメリー (Henry Crosby Emery) が、1896 年出版の著書において、同様な指摘を行っていたからである。

19 世紀後半になると、アメリカのエコノミスト達は、それまでの非生産的で価値を付加しない活動という投機に関する認識を改めて、それが製造業と同様に有用なものである、と主張するようになった。そして、このような学派の主導的発言者がエメリーであった (Banner, 131)。彼の著書は、時宜を得ただけでなく、その後のエコノミストが影響を受けることになるこの分野では傑出していた権威ある書物にもなったのである (Cowing, 47)。その中で、彼は、投機と賭博について、「両者は不確実性に基づくが、賭博はなんらかの幸運をもたらす事象のリスクで、人為的に創出されたリスクに貨幣を賭けることでなり立つが、投機は価値の変化という避けがたい経済リスクを引き受けることによって成り立つ」 (Emery 1896, 101)、と指摘していた。同様の指摘はミーカー (J. Edward Meeker) にも見て取れるのであって、1922 年出版の著書の中で、「賭博のリスクは賭博者によって創出される」 (Meeker, 399)、と指摘している。

彼等がヤングに与えた影響を知る術はないが³、彼等の中で共通する点は、「賭博は不必要であるし、それはリスクの創出である」 (Young 1924b, 4861)、ということである。とはいえ、賭博の経済的評価という点に着目すると、ヤングのそれは彼等とは幾分異なるようにも思える。エメリーは「賭博では一方の当事者は、まさに他の当事者が獲得したものを、失わなければならない」 (Emery 1896, 100) と述べ、またミーカーも「賭博取引では、勝者は敗者が失うものを得る」 (Meeker, 400) と指摘し、彼等は経済的ゼロ・サムを想定しているように思われる。だが、ヤングの議論はここにと留まることなく、効用逓減分析に基づく評価へと踏み込むのである⁴。

彼は、「賭博は経済的損失である」 (Young 1924b, 4861) ことを、すなわち、「長期的にはそして平均的には、賭博は必ず正味の社会的損失を意味する」 (ibid.) という点を強調する。賭博が全体として富者から貧者への富の移転を意味するならば、社会的損失を伴わないが、これは絶対にありえない想定である、という。着目すべき重要な点は、「賭博の獲得物が無駄にそして浪費的な方法で非常に一般に支出される」 (ibid.) ことによって、「効用を破壊する」 (ibid.) ということである。結局のところ、賭博は「総効用を減少させる」 (ibid., 4863) というのが、彼の経済分析に基づく賭博の評価であった。加えて、賭博は「個人の道德心を極めてしばしば弱め」 (ibid., 4861)、人々が「経済的生産の作業が要求する持続的で組織的な努力を厭うようになる」 (ibid.) という点も指摘する。道德の問題は措くにしても、賭博は、消費の観点から見ても、また生産の観点から見ても、経済的には決して好ましいものではない、ということである⁵。

次に、保険の特異性とは何であろうか。ヤングは、「保険は真にヘッジングである」 (ibid., 4862) という点が博打とは異なると指摘した上で、次のように述べる。

³ ミーカーの著書は、『経済学概論』第4版のヤングが執筆した第8章「企業組織」に関する参考文献として挙げられていることから、ヤングがミーカーの考えを理解していたことは明らかである。

⁴ カルドアのノートには「賭博ではリスクが賭博師によって創出され、正味の社会的損失が含まれる (効用逓減分析)」 (Kaldor 1990, 103) という記述がある。

⁵ これらの点は、ヤングの理解では、単に経済進歩に関わるのみならず、それと表裏の関係にあった人間の進歩にも関わる問題でもある、といえよう。詳細については、拙稿 (2017) を参照されたい。

財産の喪失という避けがたい現実のリスクに晒されて、ヘッジ、即ち保険によってリスクを取り除こうとしない人は真の賭博師である。同様に、生命保険に入る人は賭博師とは見做さない。彼は、保険会社が彼の長寿に掛ける一方で、比較的短い歳月の内に死ぬであろうと考えて掛けている、と解すべきではない。本当のところは、彼の死という現実的に避けがたい機会はその扶養家族を真の経済リスクに晒すということである。ある程度、生命保険はそのリスクを相殺する。それはヘッジである (ibid.)。

「死という現実的に避けがたい機会」に起因する経済リスクは、「不可避であり、必然である」 (ibid.)。人はこのリスクを自ら引き受けることもできるが、リスク・ヘッジのために保険を利用することもできる。一方で、保険会社にとっては、リスクの引き受けは必然ではない。そうであるならば、それは保険会社にとって賭け事を意味することにならないのか。彼は、次の二つの理由から、かかる解釈を斥ける。

今では保険会社が組織されており、保険業者は殆どまたは全くリスクを自ら負うことはない。組織的保険は実際二つの主要素を含む。第一に、リスクが一定の限られた価格の見返りに保険業者へ移転される保険契約。第二に、機会 (chance) より科学的に予測可能な法則が支配することになる大規模集団でのリスクの結合を通じた被保険者から保険業者への移転によるリスクの消滅。リスクの結合によるリスクの取り込みは保険の基本的機能である (ibid.)。

なぜ「保険業者は殆どまたは全くリスクを自ら負うことはない」のであろうか、また「リスクの結合によるリスクの取り込みは保険の基本的機能である」とはどういうことを意味するであろうか。これらの間に対して、まず確認すべきは、保険が対象とするリスクは「現実的に避けがたい」リスクではあるが、「機会」ではなくて、「科学的に予測可能な法則」の下にあるリスクである、ということである。法則とは、具体的には、「大数の法則」 (ibid.) を意味し、これが「保険の基礎」 (ibid.) であるということである。幾分難しい表現を借りるならば、「無関係に見える個々の、偶発的な事象の結合によって集計結果が得られるが、この結果は信頼に足るものであり、推測の現実的基礎として用いることができるという科学原理に基づいて、保険が構築される」 (ibid., 4863) からである。これが「リスクが一定の限られた価格の見返りに保険業者へ移転される」にも関わらず、「リスクの消滅」によって、保険業者がリスクを殆ど負わない理由である。

以上の点を確認した上で、改めて、ヤングに保険と賭博の違いについて、説明して貰おう。

どの観点から見ても、我々は、今日の組織された保険は賭博ではない、と結論づけて良からう。保険は必要なリスクを取り扱うが、賭博は不必要なリスクを取り扱う。保険は、生活上多くのリスクに晒された個々人の所得に深く係わることになる損失を分散し緩和することで、効用を生み出す。保険はリスクを撲滅するが、賭博はリスクを創出する (ibid.)。

ヤングは、リスクとの関連で保険と賭博の違いを指摘した上で、さらに効用逓減分析に基づいて、保険が「効用を生み出す」、と指摘する。その際にリスクの撲滅と損失の排除の違いには注意

を要するであろう。そもそも、保険それ自体は現実の損失を除去することはない。生命保険は、被保険者の寿命に影響を及ぼすことはないし、また「生産的活力の最盛期にその人が亡くなった時、彼の家族や共同体が被る経済的損失を、保険は取り除かない」(ibid., 4864)のである。だが、「保険は避けたい損失量に関して不確実性の余地を小さくする」(ibid.)ことによって、すなわち「個々のケースでは不確実性であったものを、共通する運命 (common lot) のなかの確実性に、統合させるという方法で、損失を分散する」(ibid.)ことになる。よって、社会全体としては、「保険は損失の正味の影響を実のところ小さくする」(ibid.)のである。「利得又は損失のいずれであれ、そのより平等な分配に導く制度またはシステムはいずれもが効用を高める」(ibid.)ことから、総効用を減少させる賭博とは異なって、「保険は、損失を阻止しないが、経済的損失を伴う効用の破壊を小さくする」(ibid.)ことになる、というのである⁶。

さて、ヤングは、保険契約は法律的にはリスクの移転を意味するが、「経済分析では、リスクの移転よりは、組織化と結合によるリスクの確実性への還元の方が重要である」(Young 1924b, 4863)、と指摘する。これは、保険が不確実性を前提としている、ということである。だが、不確実性とはいっても、その内容は様ではない。「保険によって、または企業組織の改善策によって排除される」(Ely 1923, 98)不確実性もあれば⁷、「その様には排除され得ない」(ibid.)不確実性も存在するからである。次節では、後者の不確実性と関係することになる投機について、傾聴することとしよう。

2. 経済リスクと投機

ヤングは、保険の意義が共同体で認知されている一方で、「投機への一般的な敵愾心と不信は明らかに広く蔓延しており」(Young 1924b, 4864)、「投機家は賭博師」(ibid.)と同一視され、さらには投機が「あらゆる種類の経済的損失の責めを負って、非難されている」(ibid.)という現状に触れる。すなわち、高い物価の原因を消費者は投機家に、低い物価の原因を農夫達は投機家に求め、そして恐慌の原因を実業家と銀行家は投機家に転化する批判が存在するが、彼は、「このような非難には一理ある」(ibid.)が、「全体としては、真実というよりもほぼ間違いである」(ibid.)という。たと

⁶ ヤングは、自ら執筆した『経済学概論』改訂版第28章「保険」を「大きな人間集団の誰にでも起こりうるが、現実にはその集団の僅かの構成員にしか降りかからない損失に耐える際の協力が、保険という現代の制度の基本的考えである。したがって、全く賭博と対立する」(Ely 1916, 577)という文章で始めているが、一方で「しかしながら、全体として、経済ショックを等しくし、そして倏約の動機を多様化するこの制度の意義を過大評価してはならない」(ibid., 578)、とも述べている。その理由は、民間会社が労働者の保険の分野で大きな役割を担っていることは認めつつも、それだけでは十分ではなくて、「事故、病気、病弱、老齢、失業、家族の大黒柱の若死にの結果として、比較的貧しい階層に降りかかる災難を軽減するために国家によって組織される保険または準保険制度」(ibid.)である「社会保険」(ibid.)が整備される必要がある、と考えていたからである。そして、彼は、これらの保険による「給付金は、チャリティーとしてではなく、権利として、受け取られる」(ibid., 588)ものである、と考えていた。ちなみに、ヤングが編集した同書第4版では、章数を減らすという技術的理由から、保険の章は削除されることになった。

⁷ 企業組織の改善策との関連で触れておくと、ヤングは、企業組織の自家保険についても言及しており、「自家保険の基本は会社のプラントやその他の保有物の数と分散である」(Young 1924b, 4863)、と述べている。

えば、投機家によっては、「経済および金融状況に関する科学的探求者」(ibid.)も存在するというのである。また「たとえ全ての投機家が個人として賭博師も同然であるとしても、このことを理由に投機という制度を集団告訴することは、公平ではないであろう」(ibid.)と指摘した上で、彼は、投機という「制度の一般的そして経済的側面」(ibid.)について、説明を加えるのである。

そこで、まずは、投機家と賭博師を同一視してはならない理由を理解するために、投機と賭博の違いについて、傾聴しよう。

まず、第一に、既に述べたように、賭博は不必要なリスクの創出を意味する。投機は、保険と同様に、当たり前に存在するリスクと関係する。第二の相違点は、賭博は、賭けの対象である事象の結果を改めることも、それに影響を及ぼすこともないということである。(中略)他方で、投機は実際価格に影響を及ぼす。すなわち、投機が関わる特定の事象の結果に影響を及ぼし、そしてある程度結果を決定する。このことは、たとえば投機とバケット・ショップの操作の違いを立ち止まって考察するならば、明確となるであろう(Young 1924b, 4865)。

ヤングは、本文献の中で、投機を明示的に定義していない。そのためにここでは、LSE時代のカルドア(Nicholas Kaldor)が書き残したヤングの講義内容を参照すると、そこには、投資が「約束されたまたは予想される所得のための支出」(Kaldor 1990, 104)であるのに対して、投機は「購入したものの市場価値の変化によって利益を得る目的での貨幣の支出」(ibid.)であって、「言い換えると、投資は保有による利得に基づき、投機は売りに基づく」(ibid.)という記述を見出すことができる。これは、既に指摘しておいたが、「不確実性に基づくが、」「投機は価値の変化という避けがたい経済リスクを引き受けることによって成り立つ」というエメリーの主張と通底するものである。そして、彼は「投機の機能を理解するための鍵はリスク要因のなかにある」(Emery 1896, 101)とも指摘していたが、ヤングも投機は「保険と同様に、当たり前に存在するリスク」であると述べている。問題は、リスクの内容であり、それが関係する不確実性の特徴ということになる。保険が関係する不確実性の場合には、既に述べたように、「科学的に予測可能な法則」が適用可能であり、それ故に、確実性への還元ないしは不確実性の排除が可能となる。だが、投機が関係する不確実性は「科学的に予測可能な法則」を適用することはできず、保険で排除できないそれである。これらのことを考慮するならば、投機が関わる「当たり前に存在するリスク」とは、「必然的に予測不可能な状況に起因する価値の変化というリスク」(Kaldor 1990, 104)と言い換えて良からう。

とはいえ、ヤングは、現代社会においては、全ての産業で何らかの形態のリスクが存在し、そして全ての企業家がこのリスクを引き受けていることから、ある意味彼等は投機家である、という。何故なら、彼等は、「市場が求められる種類の商品と市場が支払うと思われる価格を考慮して」(Young 1924b, 4867)、加えて「競争相手の操作と彼のビジネスへの影響を配慮して投機を行う」(ibid.)し、それ以外にも避けがたいリスクを引き受けるからである⁸。その一方で、企業家は、へ

⁸ 分配論との関係で、投機家を企業家(entrepreneurs)と同じものとするか、それとも異なるものとするべきかについて、論点となってきた。たとえば、カーバー(Thomas H. Carver)が企業家に投機家を含めて理解していることを念頭に、エメリーは、「カーバー教授は、保険と呼んでいるが、リスクの

ッジという手法を用いて、価格変動に伴う利得と損失のリスクを専門的な投機家へと移転することで、経済リスクを回避することもできる。投機家は、価格の変化に起因する利得または損失の機会という経済リスクを負うことになることから、彼等こそは「リスクテイクの専門家」(ibid.)ということになる。このように、「投機が提供するヘッジングのためのファシリティによって、投機は多くの生産者とディーラーに対して本当のサービスを遂行する」(ibid., 4868)のである。そして、ヤングは、このサービスこそは投機が正当化される理由である、というのである。

二番目の相違点は、賭博とは違って、「投機が関わる特定の事象の結果に影響を及ぼし、そしてある程度結果を決定する」ということである。この点については「投機とバケット・ショップの操作の違い」から明らかとなるということから、後者の操作について、まずは確認しておこう。

「バケット・ショップとは、証券・商品取引所で成立する価格に便乗して、大衆が価格変動で一儲けできる店舗のこと」(越田, 68)で、ブローカーズ・ショップとは異なって、証券・商品の売買注文を行うことはない。バケット・ショップの「オペレーターは単に売買注文を記録し、もし注文が現実に行われていたら顧客が得ることになった利得を彼の顧客に支払い、そして被ることになった損失を顧客から回収する」(Young 1924b, 4865)という操作を行う。顧客にすれば、競馬の結果の代わりに、証券や商品の価格を賭けの対象にしたにすぎず、バケット・ショップのオペレーターはそのような顧客を相手に賭けを行うのである。従って、バケット・ショップの操作は証券・商品の売買注文を行わないことから、当然に賭けの対象である価格に影響を及ぼすことはない⁹。これに対して、「合法的(legitimate)投機取引は実際のそして法的強制力を有する売買である」(ibid.)ことから、「他の売買とまったく同じように」(ibid.), 投機が関わる特定の事象の結果に影響を及ぼすことになる、というのである。これが賭博と投機の二番目の相違点である¹⁰。

このように、ヤングは投機の特異性を説明する。すなわち、投機は、賭博はもちろんのこと、保険が関わるリスクとも異なる予測不可能な経済リスクに関わる取引であり、投機自体が、賭博と保険とは異なって、事象の結果に影響を及ぼすことになるという点で、固有の特徴を有する、というのである。

ところで、ヤングは、投機について「合法的」取引であり、「法的強制力を有する売買」である、という。だが、アメリカ国内では、投機の合法性それ自体が争点となってきた、ということが看過

引き受けに対する報酬が、地代、利子、賃金、そして利潤に加えて、五番目のシェアを構成すると指摘してきている」(Emery 1900, 104)と述べる。カーバーの主張に対して、エメリーは、「生産リスク」と「投機リスク」が異なる特徴を有すると指摘した上で、「投機が生産的であることは認めるが、我々が分配を考察するとなると、投機家を企業家に含めることは難しい。企業家の利潤率と同じ理論で投機家の利得を説明できないし、この事実は、生産論の中の企業家に投機家を含める試みには問題があることを、明らかに示す」(ibid., 120), と述べている。

⁹ 結果に及ぼす影響という点に関連して、カルドアのノートには「保険も一面では賭博と類似している。それは事象の結果(安全装置などの提供という間接的方法を除く)を変えられない」(Kaldor 1990, 103)という記述がある。

¹⁰ ミーカーも「投機家の売買操作は需給の力に影響を与えており、彼が望む価格のそのものずばりの変化をもたらす傾向がある。それに対して、賭博師の行う賭けは、彼が自分の金を賭ける偶発的な事象の実際の結果を決定するうえで何の影響も生まない」(Meeker, 400)と指摘しているが、ヤング自身ミーカーの影響を受けていたかどうかは知る術はない。

されてはならない。より具体的には、先物取引の合法性を巡って論争が展開されてきたし、同時に商品取引所や株式取引所は単にバケット・ショップの操作を大規模に行う組織にすぎないという主張もなされ、この点も争点となってきたのである。そこで、次節では、これらの点について触れておこう。

3. 先物取引の合法性

アメリカでは、1890 年頃までには、先物取引は商品取引所において支配的形態となったが¹¹、1891 年に全国農民同盟 (National Farmer's Alliance) が先物取引を禁止する法律の制定を要求したこともあり、翌年にはハッチ (William H. Hatch) とウォッシュバーン (Willian Drew Washburn) が先物取引を追放するための課税法案を議会に提出し (Levy, 322)、「農産物の架空取引」に関する公聴会も開かれることになった¹²。レヴィ (Jonathan Ira Levy) によれば、「公聴会での論点は関連する二つの疑問であり、先物取引は『架空の (fictitious)』取引なのか、それとも『実在の (real)』コマースなのか、相殺 (setting off) の処理は、ある種『実在の』仕事なのか、それともディーラー達が心の中で『想像された差額』で遊んでいるのか」(ibid., 323) であった。では何故これが論点となるのか。それは、「英米コモン・ローに起源を持つ長期にわたる原理、すなわち、商品の合法的交換は時間をまたいで想像上の財の移動ではなくて、空間をまたがる物的財の移動のなかに根拠を求めた」(ibid., 319) からであった。

ここで先物取引の仕組みを確認しておこう。1870 年代にはトレーダー達の間では、商品取引所の取引では現物を必要としない差金決済という方法が一般化してきていたのであるが、この操作について、レヴィーは次のように説明する。

取引所では、売り手と買い手は、一定量の商品を、たとえば小麦 45,000 ブッシェルを特定価格（その後は「契約価格」）で、将来の特定日に、たとえば9月1日に、受け渡すためにある日、たとえば5月1日に契約を取り結ぶであろう。しかし、彼等は9月1日に現物受渡によってこの取引を完了しないであろう。商品の流通もなければ、証書 (title) の移転もない。その代わりに、先物ディーラーは当初の「契約価格」と取引所での当日の「市場価格」の価格差を「相殺する」ことで、契約を履行するであろう。そしてトレーダーは現物受渡の推定日の前に何時でも、たとえば1週間後、1日後、1分後に、「相殺」することが出来るであろう (ibid., 311)。

かかる仕組みを前にして、農夫達は、先物取引が不自然な「架空の」取引であり、また差額の決済は非合法的な取引であるとして、先物取引を批判したのである¹³。もちろん、農夫が提案した方

¹¹ 1890 年までには、先物取引は商品取引所の基本様式になってきていた (Levy, 308)。このような先物取引の普及・拡大の背景には、資本主義的な農業生産、都市と後背地を統合する鉄道、見本に代わる倉庫証券の普及、瞬時のコミュニケーションを可能にした電信など、シカゴ取引所などで結合されることになった一連のイノベーションの存在があった (ibid., 313)。

¹² ハッチ等が提出した法案の「主要な目的は、誰であれ、彼が契約する時点で保有していないものを将来のある時点で受け渡すという契約を取り結ぶことを禁止すること」(Stevens, 419) であった。

¹³ かかる取引は “fictitious sales”, “wind wheat” などと呼ばれたが (Cowing, 9), 先物取引の批判者達

策は、先物取引、すなわち、「受渡の考慮 (contemplating delivery)」の廃止であった (ibid., 323)。

この点について、少し補足説明を行うと、アメリカでは 19 世紀にはコモン・ローの解釈に変化が見られ、初期とは異なって、中葉以降になると賭け事は強制可能な契約ではなくなり、また、投機的取引の場合も、それが賭け事と分類されると、それは強制可能な契約ではなくなった (Banner, 67)。そして 1850 年代以降になると新たな法原理が導入され、1880 年代までにはこの原理はアメリカ法の中に確固として根付くことになる (ibid., 75)。それは「売り手が表面上は売られつつある商品を渡す意図がなく、また買い手もそれを受け取る意図はないにもかかわらず、両者が契約日と決済日の間の商品価格の差額を示す貨幣額の支払いによって決済される契約を意図する、その様な契約」(ibid., 67)を無効とする原理であった。言い換えれば、「先物トレーダー達は、彼等が心の中で物的財を『考えている』限り、概念的なもので取引することが出来る」(Levy, 309)ということであって、商品の受渡を熟考しているということであれば、契約は賭博とは看做されず、それは強制可能な契約である、ということであった。

ちなみに、ハッチ達の提出した反先物取引法案は結局のところ議会を通過することはなく、商品取引所での先物取引は引き続き継続することになった。だが、争点となった基本問題は未解決のままであり、最終的には 1905 年に合衆国最高裁で争われることになった。その際の争点は、取引所とバケット・ショップの操作は同一なのか、それともそうではないのか、ということであった¹⁴。

ところで、1890 年代になると、従来カードやサイコロで賭けを行っていた人々が、競馬、不動産、商品や株の賭博に手を伸ばし、賭博が蔓延することになるが (Cowing, 25)、これと手を携えるように数を増していったのがバケット・ショップであった。それらは、組織的先物市場のネットワークと自らを接合しつつ、全国に広まることとなった (Levy, 309)。同時に、賭博が商品市場から証券市場へとシフトするにつれて、批判の大部分はバケット・ショップに向けられることにもなった (Cowing, 27)。かかる状況を背景に、ニューヨーク証券取引所とシカゴ商品取引所も、バケット・ショップに奪われているビジネスを取り返す目的で、ショップを活動停止に追い込むために画策することになる (ibid., 29)。特に、この闘いを主導したのがシカゴ取引所であった。同取引所は、バケット・ショップの生命線が電信会社から配信される建値であったことから、その財産権を主張することで、電信会社からバケット・ショップへの配信を阻止することであった。これに対してバケット・ショップ側は取引の制限を理由に 1900 年に提訴し、両者の対立は 1905 年 4 月に合衆国最高裁に持ち込まれることになったのである (Levy, 329)。

1905 年の最高裁の判決はシカゴ取引所の訴えを認めるものであった。最高裁は、「穀物取引所での取引の 4 分の 3 以上で、何らかの穀物の物的譲渡は存在しておらず」(Supreme Court, 3)、多くは相殺による取引であることを認めた上で、「相殺は全て受渡の結果である」(ibid., 4)し、「相殺は法的効力において受渡である」(ibid., 5)と認定したのである。判事ホルムズ (Oliver Wendell

が、市場で取引される穀物が “fictitious”, “unnatural”, “fiat”, “phantom”, “air”, “wind” である、と考えていたからである (Levy, 323)。

¹⁴ 1892 年公聴会においても、この点は論争となった。先物ディーラーは、「受渡の考慮」を根拠に先物取引とバケット・ショップとは異なり、後者は「賭博場」として批判したが、一方バケット・ショップの経営者は、ショップでの取引が取引所での取引と異なることはなく、ショップでの取引が賭博であるならば、取引所のそれも賭博である、と反論したのである (Levy, 327)。

Holmes) による「受渡の考慮の解釈は 1875 年以降ずっと取引所のトレーダー達によって示された立場を採用」(Levy, 330)するものであった¹⁵。加えて、最高裁は取引所による建値の財産権を認め、バケット・ショップや賭けや違法な契約のために建値が使用されるような場所へは建値を提供しないという取引所と電信会社の間の契約を合法であるとすると同時に、「バケット・ショップの分野での独占の試み」(Supreme Court, 8) であるというショップ側の主張を斥け、取引の制限に当たらないとしたのである。

本節の問いであった先物取引の合法性について、歴史を振り返ることで、売買を行う当事者に受渡しの意図があるかどうかはその判断基準となった、ということを理解できた¹⁶。言い換えれば、これが投機と賭博の間での線引きの基準でもあったということである。これらの点を踏まえたところで、ヤングが先物取引や相殺についてどの様に理解していたのか、傾聴しておこう。まず、先物取引については、次のように述べる。

投機は時々あまりにも愚かな根拠に基づいて非難される。「先物取引 (dealing in future)」は特に糾弾されるべきであるという主張を、我々はしばしば耳にする。先物小麦と先物綿花は実在しない架空のものに思われるし、それらでの取引は虚構の印象がある。だが少し考えると、現代産業は先物取引なしでは考えられないし、そして先物取引システムは現代ビジネスのほぼ津々浦々まで浸透しているということが分かる (Young 1924b, 4869)。

先物取引の批判は、たとえば「ウィンド・ウィート(wind wheat)」という言葉に示されるように、それが「架空の」取引であるということを根拠にしていたが、ヤングはこのような考えを斥ける。彼は、先物取引は現代のビジネスにとって不可欠であって、通常取引も先物取引によって成り立っていることを指摘した上で¹⁷、「先物取引の禁止を実行に移す組織的で論理的な試みが何であれ、その試みは絶対的に産業の車輪を停止させるであろう」(ibid.)、と主張する¹⁸。

¹⁵ ホルムズは、取引所での取引全てが受渡であるという見地から、「本国での先物売りのための大規模市場にその特徴を与える取引が、イリノイ法の意義の範囲で、購入された財産を受け取るまたはそれに支払う、または販売された財産を受け渡す何らの意図も無いならば、単なる賭け事とか『偽りの』売買とみなされるべきであるというのは、我々には異常で思いもよらぬ見解に思われる」(Supreme Court, 5)と指摘している。

¹⁶ 「受渡の考慮」のルールについて、レヴィは、「思考(thoughts)と物体(things)の間の線引きを曖昧にすることによって、このルールは無形の交換を認めた」(Levy, 309)、と指摘している。また、バナー(Stuart Banner)は、レヴィとは異なって「受渡の意図ルール(the intent-to-deliver rule)」という概念を用いているが、このルールの背景について、ビジネスは可能な限り自由にすべきであるという「レッセフェール」の思想と「倫理的そして政治的」問題という二つのゴールの間を和解させるための判事の解決策であった、と指摘している(Banner, 76)。

¹⁷ たとえば、「一定価格で貴方のために家を建てることに同意した契約者は先物取引を行っている」(Young 1924b, 4869)し、「雇用を受け入れた労働者も先物取引を行っている」(ibid.)、という。もっとも、同様な主張は早い段階から見受けられ、投機を支持する立場からスティブンス(Albert Clark Stevens)も、具体的に家屋の販売を例に挙げつつ、「販売の時点で人が保有していない物を先物渡しで販売することは、これまでも商業活動の一部分であったし、そして今日何処にあっててもそうである」(Stevens, 427)、と指摘していた。

¹⁸ これに類似したものはミーカーの主張にも見られる。彼は、ビジネス活動のあらゆる分野においてリ

それでは、相殺について、彼はどの様に理解していたのであろうか。

しばしば、投機的売買取引は、投機的契約の遂行で現実の受渡しがなされるのは極めてまれであるから、実在の売買取引ではない、と主張される。ところで、実際受渡しされる額に比べて、投機的売買が巨額であることは真実である。その説明については、ちょうど債務と債権が手形交換所を通じて相殺されるように、「清算(clearing)」システムを通じて、お互いに相殺されるからである (ibid.)。

既に見てきたように、バケット・ショッポの操作は述べるまでもなく、商品取引所の先物取引でも、そのかなりの部分は実質的には差金決済がなされていた。このことを拠り所にして、先物取引についても、賭博と何ら変わるところはないという批判が繰り返されてきていたのであった。ヤングは、手形交換所の決済システムとの類似性していると述べつつ、投機取引は「実在の (real)」(ibid.) 売買取引であって、「不道德 (immorality)」(ibid.) なものではない、と指摘するのである¹⁹。

さて、投機の合法性との関連で整理しておくと、最高裁判事ホルムズの「もちろん、現代の市場では契約は即時渡しの販売に限定されない。人々は将来を見通そうと努め、そして彼等の予測に基づいて契約を結ぼうと努める」(Supreme Court, 3) という指摘とも通底するように、ヤングの理解では、先物取引は現代ビジネスにおいて欠くことのできない取引であるし、また賭博との関連でとかく論争の対象となった相殺についても、最高裁の「相殺は全て受渡の結果である」という認定と同様に、それは「実在的な」受渡の結果である、ということであった。

ここで、改めて最初の論点であった投機の特異性について整理しておくと、まず一つは投機が関係するのは不確実性に起因する経済リスクであること、そしてもう一つは投機が結果に影響に及ぼしうることである。だが、同時に、投機は結果に影響を及ぼすが故の問題点が浮かび上がることになる。問題点とは、次のことである。すなわち、「投機は、それが提供するヘッジングのための

リスクが存在しており、「建設業者、銀行家、不動産ディーラーと所有者、そして将来販売するために今契約を結ぶ者は、全てが投機家である」(Meeker, 418)、と指摘する。さらに、リスクを基盤とする現代文明においては、投機こそは「不可欠の、活性的で、そして創造的な経済的原動力」(ibid., 425) であることから、法律等で、「社会と貴方から投機を取り去ることは、人類の創造本能と前向きなエネルギーを去勢する」(ibid.) ことになる、と主張する。

¹⁹ ヤングは、投機の相殺の仕組みについて、手形交換所を引き合いに出すが、決してこれは彼だけに限ったことではなかった。たとえば、ホルムズ最高裁判事も「手形交換所からの類推により、決済は差額の支払いによって行われると考えられる」(Supreme Court, 4) という指摘を行っていた。ちなみに、ヤングは、投機取引の「実在」性の説明に当たって、次のように述べている。「ある人物が2ヶ月後の引き渡しのために10万ブッシェルの小麦を購入し、そして次に、その間に、同一日に10万ブッシェルを引き渡すこととに同意する、と仮定しよう。AはBから購入し、同量をCに販売したと仮定しよう。AはBから受け取りそしてCに商品を引き渡す代わりに、Bに対してCへ直接引き渡すように命じ、Aは事情次第で単にこの取引による損失を支払いまたは利益を受け取るという単なる理由から、この取引は実在的ではないのだろうか、どうしてもそれは不道德で染まっているのだろうか。実際の投機で用いられる清算方法は、単にこの原理を適用拡大したものである。全てのアルファベットで示される26人の集団ではAが究極の唯一の買い手で、Zが究極の唯一の売り手であるということが考えうるであろう。ZからAへ直接に移動される代わりに、商品が25回も所有主を変えるべきであるという理由が存在するであろうか」(Young 1924b, 4869-4870)、と。

ファシリテイを通じて、多くの生産者とデラーのために真のサービスを果たすことは、疑う余地はない」(Young 1924b, 4868) のであるが、もし「一部の人が言うように、投機自体が価格の乱高下の主たる原因であり、この乱高下がビジネスの損失および全般的なビジネスの攪乱の主たる原因であるということが真実ならば、このサービスは投機を正当化するには十分ではない」(ibid.)、ということである。それ故に、ヤングにとっても、「価格安定への投機の影響という問題」(ibid.) が解明されるべき課題とならざるをえないことになる。

II. 価格変動と投機

1. 長期・短期・季節変動と投機

ヤングは、「価格への投機の影響は不健全であり、裁量的であり、そして一般的に攪乱的である」(ibid., 4865) という投機批判を前にして、その中には「根拠無き主張」(ibid.) もあり、その一つが農夫や綿花生産者による批判である、という。

彼等は、しばしば自分の苦勞による儲けのかなりの部分が自身ではなくて投機家に渡っており、彼等をそれ故に単なる経済的パラサイトである、と考える。それらの批判は、現実の利用できる穀物量よりも遙かに多い投機的取引量という事実を指摘する傾向がある。彼等は、儲けのでない点にまでその様な生産物の価格を押し下げるのは、このような余分なまたは投機的な供給である、と主張する (ibid.)。

農夫達の先物取引批判については触れたが、彼等の抗議が最も先鋭化したのは穀物価格が低迷した 1890 年頃のこと、もっとも聲高に反対したのは主にグレートプレーンズやその周辺の州の小麦や綿花等の生産者達であった。利益の大きな部分が中間業者の懐に入っているという理解から、彼等の「不満は、穀物のマーケティングに集中し、鉄道会社、穀物倉庫会社、銀行、そして商品取引所との闘争にもっぱら向けられた」(Cowing, 267)。彼等が取引所を攻撃対象としたのは、投機家をパラサイトと見なし、とりわけ収穫期におけるシカゴやニューヨークなどでの不規則な価格変動の元凶が彼等にある、と考えていたからであった (ibid., 5)。なかでも、投機家が先物取引で用いる「ウィンド・ウィート」はまさしく「市場で入手可能な物的生産物に追加される供給」(Young 1924b, 4865) であり、穀物価格の下落の原因であるとして、と農夫達が批判した対象でもあった。

ヤングが、農夫達の「余分な」供給という主張に対して、「根拠無き主張」であると述べるのは、彼等が「個々の投機的売りは買いを伴うという事実を考慮していない」(ibid.)、という理由からであった。彼は、投機による供給の増大は必然的に需要の増大を伴うことになることから、一方的な余分な供給は存在しない、と理解する。その結果、「今日の投機家の売り操作はいくらか小麦価格を引き下げるであろうが、後日の彼の買い操作はかなり高い可能性をもって価格を引き上げる傾向を持ち合わせる」(ibid., 4866)、と指摘するのである。このように、ヤングは、まずは「余分なまたは投機的な供給」という農夫達の根拠無き主張を正すために、投機に関わる需給の特徴を示すのである。その上で、彼は、価格の変動と投機の関係に話を進める。まずは長期の価格動向と投機

の関係に触れて、一般的動向に投機は影響を及ぼすことはないという。

長期的に、何年にも渡って、投機が、小麦、綿花、または如何なる他の商品の平均価格の一般的な動向に影響を及ぼすことは、おそらく不可能である。もし投機が価格に影響を与えるのであれば、その力は、比較的短い期間での、すなわち数週間とか数ヶ月とか、または数日間とかの、価格の変動の度合いや動きの決定に費やされる。1920年代末の綿花の平均価格が20世紀初めの綿花価格よりも高いか低いかは、投機の影響が及ぶ範囲の外にある事実である。唯一の決定要因は綿花の究極の生産者と究極の消費者の現実の需給である (ibid., 4866)。

穀物などの平均価格の長期動向を決定するのは、「究極の生産者と究極の消費者の現実の需給」であって、投機ではなく、投機が価格に影響を及ぼしうるのは「比較的短い期間」においてのみである、と指摘する。そして一般論としてではあるが、彼は、投機の価格への影響について、次のように述べる。

我々はまだこれらの疑問について十分なまたは最終的な解答を試みる準備はできていない。しかし私が一つかなり確信していると述べても良いことは、もし投機家たちが、一般に、彼らの操作においてよく情報を知りそして慎重であるならば、投機の正味の効果は価格の変動の度合いを小さくするであろう、ということである。このことは、投機家が価格の起こりうる変化を予見できる限り、そしてそれに従って彼が行動する限りで、彼の操作はまさにこれらの変化を排除する傾向がある、という事実による (ibid.)。

我々は、組織的投機が「経済および金融状況に関する科学的探求者」である専門的投機家によって担われるのであれば、投機は価格を安定化させ、価格変動を収斂させることで、経済社会を安定化させることになる、と考えていたことを推察できよう。この点では、彼の立場は、投機を賭博と区別し、その経済的意義を強調し、組織的投機を支持してきたエコノミストのそれと、基本的には、通底するものである、といえよう²⁰。

このように、一般的な特徴について述べた後、彼は、続けて、より具体的に価格の短期変動と季節変動に及ぼす投機の影響について、自らの考えを披露する。まず短期について見てみると、大企業の株価、また小麦価格や綿花価格の日々のそして時間毎の変動は、「多くの場合、投機的売買の

²⁰ たとえば、エメリーは、「投機が価格に影響する全ての要因を単一の市場に集中するように作用する」(Emery 1896, 120) ことで、「単一価格を全世界に提供する」(ibid.)、言い換えれば、投機は、空間的な価格差もそうであるが、時間を跨ぐ価格差を解消するし、「最終的には、価格の変動幅を小さくする傾向がある」(ibid., 122)、と指摘していた。エメリーの著書から「7年後に投機と取引所に関する二番目の論文」(Cowing, 49)を公刊したのがプレス(Harrison H. Brace)であったが、彼も、「専門的投機家達は、比較的大きな反応と循環を予測するための十分な気力と技能を持ち合わせていることから、市場での比較的大きな振幅を狭めそして比較的限界内に価格を維持する」(Brace, 139)と主張していた。もう一人の重鎮ミーカーも1922年の著書の中で「投機の一般的効果は、もし自由が許され、上昇と下降のいずれでも等しく容易に手続きを進めることが許されるならば、価格を安定化させる」(Meeker, 410)と記していた。このように、組織的投機を擁護する代表的なエコノミスト達は、基本的に投機は価格を安定化させる、と理解していたのである。

結果である」(ibid., 4868)であるという。そうではあるが、「組織的投機がなければ、すなわち株式取引所および商品取引所がなければ、価格の短期変動は残りそうであるし、過去の経験から判断すれば、投機の下でよりも変動は不規則で激しいものであるように思われる」(ibid.), と述べる。短期的な価格変動に於いて、投機がその安定化に貢献する、というのである。だが、彼の主張には幾分曖昧な点も存在する。それは、安定化の影響を述べた後で再び、彼が「今日の市場の現実の短期変動が投機に由来するという事実は残る」(ibid.), と述べるからである。「我々はまだこれらの疑問について十分なまたは最終的な解答を試みる準備はできていない」という一文の背後に控えていたのは、かかる認識であったのではなかろうか、と推察されなくもない²¹。

短期の価格変動について言及した後で、彼は、「第3のタイプの価格変動があり、ある意味、全ての内で最も重要である」(ibid.), ともいう。それは、「日ごとの、そして10年ごとの」(ibid.) 価格変化ではなくて、「月ごとの、そして季節ごとの」(ibid.) それで、具体的には穀物価格の変動を念頭に置いてのものである。そしてこの変動について、彼は「主要商品での組織的投機が価格の中期変化または季節変化の範囲および厳しさを小さくすることは、この問題に関する有能で注意深い研究者の頭では疑いのないことである」(ibid.), というのである。さらに、次のように述べる。

組織的投機が行われる大規模な公開市場が存在しない場合にそうであるよりも、収穫直後に農夫達が彼等の穀物によって遥かに多くのものを手に入れることが出来るということは、殆ど疑うことのできないことである。そこでは市場専門家達が、価格の何らかの予測可能な変化を利用することで利益を得るという不断の目的と結果を常に意識して、小麦、綿花、その他の商品を売り買いする。まさに彼等が予期した変化が現実のものであるならば、まさしくその様な投機的な売買取引は変動を小さくするか、または排除する効果を持ち合わせるであろう (ibid.)。

この引用文の内容について、改めて説明を加える必要はなかろう。ここでは、組織的投機のための「大規模な公開市場」が存在し、そして投機の担い手が市場の専門家達であるということが前提となっているが、投機は穀物価格の季節変動を安定化させるということである。また、我々は、「農夫達は、組織的投機が行われる大きな公開市場が存在しない場合にそうであるよりも、収穫直後に農夫達が彼等の穀物によって遥かに多くのものを手に入れることが出来るということは、殆ど疑い得ないことである」という一文にも注目すべきであろう。なぜならば、「彼等は、しばしば自分の苦労による儲けのかなりの部分が自身ではなくて投機家に渡っており、彼等をそれ故に単なる経済的パラサイトである、と考え」ていたからである。ヤングが、農夫達の投機批判が誤った認識に基づくものであるだけでなく、むしろ投機の恩恵を受けているのは彼等であると考えていたこ

²¹ エメリーも、投機が価格変動の原因となり得ることを認めた上で、「一定の限界内での絶え間ない変動を引き起こすのが投機の全体的傾向であるが、見逃せないのは、投機はこの幅を狭める傾向があるということである」(Emery1896, 121), と指摘していた。ただ、ヤングの考えはエメリーとは異なるようにも思える、それは別の文献に、「日々の変動は投機の存在のためにより小さいかどうかについて一般化することは困難である。おそらくは投機は短期の性格の変動を引き立たせる。季節変動を排除する過程は、噂や「内輪話(tips)」を利用した取引が長引く傾向がある場合、日々のへ変動幅を大きくするであろう」(Kaldor 1990, 105), という記述がみられるからである。

とを、窺い知ることができる²²。

そうではあるが、ヤング自身、季節変動においても、一方的に変動が原因で投機は結果であると理解していたわけではない。投機が変動の原因となり得るからである。「事実問題として、投機はあまりにもしばしば価格の変化を過大に割引すると述べるのが、おそらくは投機に対する比較的健全な批判である」(ibid., 4868)と述べて、投機の攪乱的側面を追認するのである。これは「投機家達の競争が過度に行きすぎる」(ibid.) ことによるが、「投機の真に厳しい攻撃の基礎になるような規模で頻繁に起きそうにもない」(ibid.) と述べ、結局のところは、投機の価格安定化の作用が一般的で基本的であるということを、確認するのである。

さらに、彼は投機のもう一つの経済的意義を指摘する。それは効用分析に基づくものであり、次のように述べる。

一般的には、価格に示唆される需要が相対的に少ない時から、価格をタームにして測られた需要が相対的に多い時に、これらの投機的操作が小麦を実質的に移動させる、と述べて差し支えない。そうすることで、勿論、投機家は農業者だけでなく、同様に消費者のためにも公共サービスを行ってきている。小麦価格が低いとき、供給の一部分は相対的に重要ではない使用に捧げられる。不当に価格が高いときには、不都合なまたは厄介な経済が必然であろう。異なる時期の小麦価格の格差をならすことによって、投機は、総供給を最善の利用に供するやり方で、その消費の配分にとかく貢献する。投機は市場にある小麦のブッシェル数を変えることはできない。しかし小麦の価格に基づく操作によって、投機は総供給の効用を高めるような方法で小麦の消費を配分するであろう。これは、投機家達が、彼が賢くそして鋭敏に操作するかぎり、実際富の生産者である方法の一つ、しかし唯一の方法である (ibid., 4866-4867)。

投機は、穀物価格の季節変動の安定化と表裏の関係にあるが、収穫直後の浪費的利用を抑え、穀物消費の時間配分を担い、その最善の利用に寄与することで、総効用を増大させる、というのである。それ故に、投機家も「富の生産者」である、という²³。この点も、総効用を減少させる賭博や

²² カルドアのノートからも、投機の恩恵に与っているのはむしろ農夫達である、というヤングの考えを読み取ることができる。そこには、「米国の農夫達は、投機家が余りにも多くの利益を得ていると主張」(Kaldor 1990, 105) しているが、「統計調査は投機家がむしろ彼らの仕事をやりすぎていることを示している。彼等は、投入資金にもとづく利子などを得なければならないし、得るべきであるが、彼等はしばしばそうせずに、農夫が利益を得ているように思われる」(ibid.)、という記述が存在する。

²³ ヤング同様に、効用分析に基づいて投機を積極的に評価していたのが、ハーバード大学の同僚カーバーであった。彼は、「財が安価な場所から財が高価な場所へ財を運ぶように、財が安価な時から財が高価な時へ財を運ぶ事は真に生産である。誰も鉄道が生産主体であることは否定しないであろう」(Emery 1900, 118-119) と述べ、投機家は企業家であるという認識の下、「投機家は時間効用 (time utility) の真の生産者である」(Carver, 119) と主張していた。また著書の中では、穀物が最も必要とされる時まで収穫された穀物の一部分が確保されないという極端な想定を行った上で、次のように述べる。収穫後「穀物全てが一度に使い果たされなければならない、そしてその様に使うために、穀物は非常に劣等な目的に充当されるか、または非常に劣等な欲求の満足に用いられなければならない。結果としてその効用は、または欲望満足力は非常に低い」(Carver, 280) が、投機家が「収穫直後よりもそれがより必要とされるまで穀物の一部分を確保することによって、その効用は大きく増大され、そして共同体の福祉は高められ

効用の破壊を小さくする保険と比較するならば、明らかに投機の特異性である。

以上、「価格安定への投機の影響という問題」(ibid.)について、ヤングに傾聴してきた。そして理解できたことは、投機がリスク・ヘッジのための真のサービスを提供することは疑う余地はないし、さらには投機自体が価格の乱高下の主たる原因とはならないどころか、むしろ価格を安定化させる、と彼が考えていたことである。ただし、その場合に彼が想定した市場とは大規模な公開市場であり、そこで行われるのは組織的投機であり、さらには、専門的投機家、すなわち「経済および金融状況に関する科学的探求者」が担う投機であった。だが現実には、たとえば世紀転換期頃のバケット・ショップの普及に示唆されるように、決して専門的投機家とはいえないような人々も、商品や株式の市場に参加し、投機を行う状況が見られたのである。その様な状況について、ヤングはどの様に考えていたのか、次節で傾聴することにしよう。

2. 投機の問題点

ヤングは、価格の過大な割引に基づく投機が価格変動の原因となるという批判は健全なものである、と認める。しかし、これ以上に投機に対する「より厳しい批判」(ibid., 4869)が存在する、という。「投機が恐らくはなし得るすべての善(good)を実現するのに必要な投機よりも多くの投機が存在するという事実」(ibid.)を根拠にした批判である。これは、価格変化の過大な割引という専門的投機家の判断の過ちに対する批判ではなくて、過剰な投機に対する批判であると解釈できよう。これには専門的投機家による投機以外の投機が関係している、とヤングは考える。「必要な投機よりも多くの投機が存在するという事実」を指摘した後の文章は、次のように続く。

特に、余りにも多くの無知で未熟な投機が存在する。単にギャンブル精神で行われる、または、負け操作に「内輪の情報(tips)」や噂によって自分の貨幣を賭ける人々による余りにも多くの取引が存在する。善をなす投機は、経済諸傾向に関する専門家による科学的な分析に基づく。害(harm)をなす投機は、無知で未熟な人々に加えて、いかさまサイコロでゲームを行う富裕な人々によって、行われる。いかさまサイコロでこの大投機家が行う時は、通常それはまったく異なる二つの方法の内の一つである。彼は法人の取締役または役員として、すなわち、実質的に株主の受託者として彼が保有する内部情報を利用しているであろう。そのような場合、彼は彼の儲けについて株主に説明ができなければならない。または彼は市場に参加している小さなハエをつぶし、そして自らの目的に叶うように当面の間価格を操作するために、大規模に操縦するパワーを利用するであろう。大規模に売買することで特定の商品または証券のための市場を永続的に不景気にしたり好景気にしたりするほど、誰も金持ちではない。しかし、財務力は当面の間商品または証券の価格を人為的に操縦することを可能にする。今行われるような投機の主要の欠点の一つがこの悪(evil)に含まれるし、いまだに治療されていない(ibid.)。

この引用文では、投機が行い悪に関連して、アマチュア投機家と法人の経営陣の投機が示されて

る。誰がこの確保を行おうと、それが農夫自身であろうと、製粉業者であろうと、または特別な階層の投機家であろうと、確保された財の欲望満足度を増加させることで共同体に貢献している」(ibid.), と。

いる。具体的にはアマチュア投機家の「無知で未熟な投機」²⁴と経営陣によるインサイダー取引や株価操縦ということになるが、これらの具体的な内容について、本文献では説明がなされていない。そこでここでは、他の文献や歴史的背景も考慮しながら、我々なりに、少し敷衍したいとおもう。

バケット・ショップについては既に触れたが、無知で未熟な投機や賭博が社会問題化するようになったのは、主には、1890年代以降のことであった。そしてかかる状況を前にして、いち早くアマチュア投機家の問題について言及した人物がエメリーであった。彼は、著書の中で、彼等の投機について、「投機の最も大きな悪、すなわち、外部大衆の投機市場への無謀な参加という道徳的悪」(Emery 1896, 187)である、と言及していた。彼等が行う「投機は気持ちとしては賭博そのもの」(ibid.)であり、しかもこの悪は証拠金制度によって増幅され、結局は「余りにも頻繁に使い込みと破滅が結果として生じる」(ibid., 188)ことになる、というのである。しかしながら、エメリーが彼等の投機を全面的に否定していた、と解釈してはならない。「広く大衆による投機はその利点を持ち合わせているが、これらの利点は厖大なコストで確保される、ということが分かる。市場の拡大は悪のいくつかを治癒するが同時に別の悪の原因となる。前者はおもに経済的であり、後者はモラルである」(ibid., 191)と指摘しつつも、彼は「大衆の投機の悪」(ibid.)よりも「活発な市場の利点」(ibid.)の方を基本的に支持していたのである²⁵。

その後も引き続き彼等の投機は大きな関心事であった。たとえば、1907年の金融恐慌を契機に設置されたヒューズ委員会でも、アマチュア投機家が問題として採り上げられることになった。同委員会の報告書は、解決されるべき問題について、「投機に不満がくすぶるところでは何処でも、問題は、有益であるものを十分に発揮させる一方で、無駄な、道徳的に破壊的なものを排除することである」(Governor's Committee, 5)と述べ、「最も成果を生む政策は、それに従事する資格のない人による投機を減らす措置に見出される」(ibid.)、と指摘していた。そして「かかる政策を実行する際には、取引所が議会以上のものを為しうる」(ibid.)と述べ、法律による規制を斥ける一方で、取引所の自主的行動に期待を寄せていたのである。また証拠金制度についても、その合法性を追認した上で「全てのブローカーには少額の証拠金での投機を抑止し、取引所に対してはメンバ

²⁴ たとえば、1909年にニューヨーク州知事ヒューズ(Charles E. Hughes)に提出された委員会報告書は、証券取引所で取引を行う主体が、投資家、マニピュレーター、フロアトレーダー、アウトサイドオペレーター、そして未経験者である、と指摘した上で、未経験者については、「不純な助言、“内輪の情報”、新聞広告、メールで送られてきた勧誘パンフレットに基づいて行動する人、または闇雲に幸運を信じて、絶対的無知なのに“賭けを行う”人」であり、「ほぼ例外なく彼等は最終的に負ける」、と特徴付けている(Governor's Committee, 6-7)。

²⁵ 1914年の上院での議会証言で、エメリーは、「最大の悪は、小口の賭博師にとって身分不相応に危険な賭けが許される、その安易さである」(United States Congress, 342)と指摘した上で、「これを克服するための可能な手段の一つとして、株式取引所が20パーセントの証拠金を要求すべきである」(ibid.)と指摘している。ただしそれは「株式取引所の株式ブローカー達の任意協定」(ibid.)に拠るべきであって、法律で規制するべきではない、と主張する。また、彼は、「議会は本国の株式取引所の現状をより改善するために何か行えるであろうか」(ibid., 344)という上院議員の質問に対して、取引所の法人化なども「無駄な治療策」(ibid.)であり、「議会にできることはない」(ibid.)、と返答する。理由は、「小口投機家にとって投機を余りにも容易なものにすることに由来する短所よりも公開市場の長所の方が重要である」(ibid.)というのが、彼の「強調点または主張」(ibid.)であるからであった。

一が 20 パーセント未満の証拠金でビジネスを勧誘ないしは受諾することを阻止するためにその影響力を、また必要ならその権限を行使するように強く要請」(ibid., 8)したのである。ちなみに、この報告書の勧告は「保守的」(Cowing, 39)であり、取引所関係者等からは一般的には歓迎される内容でもあった²⁶。

同報告書の勧告内容については、ブレスも高く評価していた。彼は、本来「投機は、他のビジネス同様に、共同体により良い結果をもたらす」(Brace, 138)が、「アマチュアまたはスキルを持たないオペレーターが行う非常に多くの売買は、その大部分が単なる気まぐれや出来心に基づくものであり、重要ではないが多くの急激な下落と上昇を伴う過度に不安定な市場を引き起こす」(ibid., 139)、と理解していた。そして報告書の証拠金の引き上げの勧告については「最悪の特徴である素人芸を排除する方向で採用しうる最も重要な手段の一つを構成するであろう」(ibid., 245)、と評価していた。そうではあるが、彼も、「実現できる最善の改革は、商業手段として考えられた組織的投機を適切な使用するように人々を教育することを通じてである」(ibid., 252)、と指摘していた。

このように、投機の擁護者においても、無知で未熟な投機は、道徳的観点から悪と見なされ、また経済的観点からも問題を孕むという認識から、彼等を投機市場から排除するための解決策が模索されてきていたのである。だが、有効な方策は見出し得ていなかった。ウォール・ストリート・ジャーナルを経た後、ニューヨーク証券取引所の会員となっていたウッドロック(Thomas F. Woodlock)の言葉を借りるならば、「株式投機は共同体への厳しい経済的結果を伴うことなしに阻止されえないし、またそれを賢く制限する現実的方法はこれまでのところ見出されては来ていない」(Woodlock, 79)ということが、問題点であった。法律による投機の規制ではなくて²⁷、彼も「最善の方法はその危険性について彼等を教育することである」(ibid.)、と指摘していた。結局のところ、投機の悪を排除するための方策は、アマチュア投機家の教育を通じて、彼等の行動規範の水準を引き上げることに、求められていたのである²⁸。

²⁶ 報告書は「先物契約、裁量的証拠金、そしてシュート・セーリングの合法性の確認、加えて、取引所の法人化への反対」(Cowing, 41)などをその勧告内容としており、仮装売買や株価操縦に関する問題も、その解決を取引所に委ねるべきである、という勧告を行っていた。

²⁷ たとえば、パーカー(Carl Parker)も、立法措置には反対していたが、それは「特定の人が財産を売買することを禁止する法律は存在しない。その様な法律を作ること個人自由を根絶することになる」(Parker, 152)という理由からであった。とはいえ、立法的措置が全く取られなかったわけではない。具体的には、1911年にカンサス州で発効した、いわゆるブルースカイ法がそれである。当時、株式市場にたいする最も共通した不満は、法人の経営陣が、自社に関する情報を知りうることから、不公平な利点を持ち合わせているというもので、誤った情報を利用して、利益を得ているというものであった(Banner, 142)。同法では、株や債券に際して、投資の健全性(公平な収益)を約束するものでなければ、それらの州内での販売は禁止された(ibid., 145)。1913年末までには同様な法律が24の州で導入されるまでになったが、この法律に反対したのが1912年に全米銀行協会から独立した全国的に業務を行う投資銀行協会であった(ibid., 148-149)。彼等による訴訟の結果もあり、1915年以降、同法の性格も変化し、第二世代では一般的に投資の健全性を評価するための州の努力は放棄されることになった(ibid., 153)。

²⁸ ミーカーも教育を強調して、「生産と分配に内在的な投機的要因の悪は疑いもなく存在するが、それらの廃止のための考えうる立法による近道または万能薬は存在しない。経済法則を、組織された市場とそうでない市場で法則が自己表現するものを、理解するように教育するというゆっくりとそして退屈ではあるが、昔からのそして確実な方法のみが、投機がしばしば個々人に対して作用する害悪を小さくする事が出来る」(Meeker, 436)、と記している。

かかる議論については、ヤングも十分に認識していたであろう。ただし、彼は、「無知で未熟な投機」について、道徳的側面には踏み込まず、専門的投機家による「善を実現するのに必要な投機」を超過する「投機」であり、「害をなす投機」であると特徴付けるのみである。そしてその改善策については触れない。もっとも、「保険と投機」の章を彼が執筆したこと自体が、大衆の間での知識の普及とそれに基づく彼等の行動が必要以上の投機の抑制に寄与することになる、と考えていたことを示唆するのではなかろうか²⁹。その意味では、彼も教育を最善策と考えていたのかも知れない。

つぎに、もう一つの「害をなす投機」である「いかさまサイコロでゲームを行う富裕な人々によって行われる」投機に、話を進めよう。ヤングは、「富裕な人々」とは具体的には「法人の取締役または役員」のことであると指摘するが、「今行われるような投機の主要な欠点の一つがこの悪に含まれるし、いまだ治療されていない」というのである。この点について傾聴しよう。

ヤングが、法人の経営陣によるインサイダー取引や株価操縦については、「いかさまサイコロゲーム」という言葉を用い、また「彼の儲けについて株主に説明ができなければならない」と指摘していることから推察されるように、経営陣の自己利益のための操作という行為の悪質性を指摘しているようにも思われる。ただし、これらの操作の詳細には触れていないことから、それらの内容について知る術はない。このこともあり、我々は、投機に関連する問題でもあり、また彼が特に問題視していた経営陣による「企業金融の乱用」に触れておきたい、と思う³⁰。

ヤングが企業金融の乱用を指摘するのは、トラスト問題との関わりにおいてである。シャーマン法や新しい法律であるクレイトン法は競争の排除を目的とした持株会社を違法とするが、持株会社にはそれとは直接的関係のない別の問題が孕まれる、というのである。

競争の抑圧は別にして、新しい法律が触れていない企業間株式所有に関連した多くの悪(evils)が存在する。少数株主の不公平な待遇、株主資本と社債保有者の資本の調整に於ける全般的混乱、様々な詐欺行為の機会、そして財務力の人為的集中は、これらの悪の一部分を構成する。しばしはこれらのことは鉄道会社とその子会社の間の関係において最悪の状態であった。そしてクレイトン法は表面的には企業間株式保有を認めている。しかしそのような事項は「反トラスト」法の本来の対象の埒外にある(Young 1927, 182-183)。

引用文では企業金融に関わるいくつかの悪が示されるが、表現は幾分異なるにしても、同様の問題点が『経済学概論』第4版でも指摘されている。それは、「持株会社という手法の無統制な利用は、様々な法人の少数株主の無視に、企業犯罪の法的責任を決定する際の難しさに、異なる法人の

²⁹ このことを窺い知ることができる一文がある。それは、バケット・ショップの操作について言及したパラグラフの末尾を飾る「あなたの失敗が儲けの源泉となるような人とビジネスを行うことは危険である」(Young 1924b, 4865)という一文である。

³⁰ 競争的機会の均等に向けた治療策として、ヤングは、「独占の統制、企業金融の乱用の制限、不公平な特権と優先の廃止、より公平な競争基準の構築と強化、働く者の交渉力の強化、遺産によって一つの世代から次の世代へと不平等が移される程度の引き下げ、そして移民の制限」(Young 1927, 97)を指摘していたのである。

証券保有者の経済的・法的関係の好ましからざる複雑さに、そして産業的目的の投機的目的への従属に、結びつく」(Ely 1923, 215-216), という指摘である。本稿での我々の直接の関心事は投機に関わる悪であることから、着目すべき点は、自ずと、持株会社の無統制な利用が「産業的目的の投機的目的への従属」に結びつくことになる, ということになるだろう。それにしても、これは具体的にはどのような状況を念頭に置いての指摘なのであろうか。またこれは、「財務力の人為的集中」とも、何らかの関係があるのであろうか。

この疑問にとっての導きの糸は、引用文の中の「しばしはこれらのことは鉄道会社とその子会社の間の関係において最悪の状態であった」という指摘である。さらに、「いずれにせよ、鉄道会社が運輸や収益よりは証券市場に目を向けて経営されるべきであるということは極めて望ましくない」(ibid., 184)という一文も、その内容を覗かせてくれる。これは、銀行家が傘下の鉄道会社の兼任重役として証券発行を支援してきたが、他方でこの業務を通じて彼等が適正な報酬以上のものを手中に収めてきた, という事実を念頭に置いてのものである。ヤングは、次のように指摘する。

企業合同のプロモーションでは、併合される様々な財産を取得するための支出を賄うために十分な優先株を発行し、加えて合同からどれだけの収益力の増加があるかは別にして、何ら代表しない巨額の普通株を発行することが、一般的な方法であった。普通株は、どのような価格で販売されうるにしても、事実上はプロモーションの利潤を意味し、これらは通常プロモーターや他の「インサイダー」の懐に入った (Ely 1923, 208-209)。

引用文から理解できることは、持株会社制度の下での企業間の株式保有や重役の兼務を、さらには「財務力の人為的集中」を基礎に、金融機関を代表する重役は、自らの利害に添うような法人の政策決定を行うということであろうし³¹, そしてその政策が、利潤追求のために、法人その自体を投機の対象にするということである。そうであるならまさに、「産業的目的の投機的目的への従属」という持株会社制度に起因する悪であろう。そこで、その内容について、ヤングにより具体的に説明して貰おう。

金儲けと社会へのサービス（時としては全く同じ事であるが、常にそうであるということではない）の間のギャップは、法人政策を支配する者がその生産物の販売から得られる利益をその証券での投機によって獲得される利益に従属させるとき、著しく拡大する。未稼得配当の支払、稼得配当の無配、その法人によって発行された様々な証券のなかで、一つの証券の保有者の利益のための法人政策の誘導、生産物市場よりも株式交換所に影響を及ぼす企業合同と再組織の遂行。これらは、法人経営と法人証券での投機の間の不幸な関係による比較的明らかな結果の一部分をなす (ibid., 213-214)。

³¹ ヤングは、比較的大きな法人の取締役について、次のように理解していた。すなわち、彼等の中には権限を持たない「ダミー取締役」や巨大金融利害を代表する者がおり、後者は、株主や社債保有者の利害に添った法人の経営には主には関わることはなく、特別の利害を守ることが彼等の役割であるし、場合によっては、法人政策の実際の指揮権は法人を現実支配する人物を代表する数名の「執行委員会」や「財務委員会」の手中にある (Ely 1923, 212), と。

ヤングは、歴史的には多くのトラストが「売るために作られた」(ibid., 219)と認識していた。だが、これは決して過去の出来事ではない。なぜならば、「法人政策の統制に携わる人々の特別利潤を確保するための手段として、過大資本化の不公平なそして詐欺的な使用の例が最近でも見受けられる」(ibid., 209)からである。彼は、もちろんかかる投機の「悪」は治療されるべきである、と考える。だが、独占問題を直接の対象とするクレイトン法等は「法人の内部構造というこの分野には踏み込んでいない」(Young 1927, 186)と考える。それ故に、この悪を取り除くための方策として、彼は、「アメリカの会社法は全面的改正を必要としており、なかでも持株会社の一般的地位と重役の資格が最も修正を必要としている」(ibid. 186), というのである³²。

これまででは、投機に関わる問題点、すなわちいくつかの「悪」について、傾聴してきた。だが、ヤングは、最終的には投機が行う善と悪を考慮しつつ、次のように主張するのである。

我々は、投機が実際に成し遂げる善(good)にも係わらず、それに付随する本当の悪(evils)も存在することを、理解した。おそらく、これらのあるものは、その便益のために支払わなければならない価格の部分である。他のものは取り除かれうるし、そうされるべきである。我々は、これらの明白な悪の存在によって、投機が重要な経済的機能を果たしているという事実が覆い隠されるのを、許すべきではない(Young 1924b, 4871)。

さて、ヤングは、「企業金融の乱用」に伴う悪については、独占問題とは異なる視点から兼任重役と企業間株式保有の制度などの見直しの必要性を訴えていたが、具体的には会社法の改正等によって、「取り除かれうるし、そうされるべきである」と理解していたように思われる。また、アマチュア投機家の「無知で未熟な投機」に伴う悪に対する治療策については、多くの者が教育に求めているように、彼も同様な考えを抱いていたのではなかろうかと思われる。その上で、ヤングは、投機に対する農夫や消費者などによる批判の存在という実情を踏まえつつ、「投機が重要な経済的機能を果たしているという事実」を看過してはならない、というのである。そしてその経済的機能について、彼は、次の三つに要約する。すなわち、①全体として価格安定化の作用を持つこと、②リスク・ヘッジのためのファシリテイを提供すること、そして③短期的には価格操縦も存在するが、長期的には競争原理の作用によって価格が決定される公開市場を提供すること³³、である(ibid.)。

とはいえ、我々は、投機の価格安定化の作用という経済的機能との関連で、まだ触れていない点

³² ヤングは、『経済学概論』第4版のなかで、「営利企業の経営は、原則として、彼等の構成員の中から株主によって選出された取締役会的手中にある」(Ely 1923, 211)のであって、「取締役は株主の利害を代表しなければならない」(ibid., 212)と述べる。その一方で、法人の成長に伴う株主の増加や多様化にともない、大株主の集団の外部には、力がないだけでなく発言力を持たない株主も存在するという事実を強調した上で、「株主の受託者としての彼等の責任は本国の法律の中で強調されるべきである」(ibid., 213), と指摘している。

³³ ヤングは、投機が提供する公開市場の特徴について、「大きな組織的商品取引所によって提供される市場ほど、完全に競争的な市場、すなわち需給関係がより明確にそして正確に価格を決定する市場は存在しない。事実、それらは『完全競争』の唯一現実のイラストレーションを提供するのであって、そうでなければ、経済理論のなかでのみ目にすることになる」(Young 1924b, 4871), と述べる。

がある。それは価格の循環的変動と投機の関係である。そして、ヤングは、ここに、投機が行う最も酷い悪が存在する、というのである。

3. 景気循環と投機

本稿で触れた投機擁護派のエコノミスト達は、景気循環のメカニズムと投機の間連について、体系的に言及しているとはいえない。とはいえ、この点について彼等が全く触れていないということでもない。特に恐慌(panic)時の価格変動との関係で、彼等も投機の役割について言及しているからである。そして、彼等は、組織的投機を恐慌の原因とは考えず、むしろそれが恐慌時の価格変動や経済混乱を緩和するように作用することになる、と理解していたといえよう³⁴。

だが、ヤングの考えはこれらのエコノミストとは大きく異なる。このことは、カルドアが書き残したヤングの講義内容から容易に窺い知ることができる。そこには、価格の長期トレンド、季節変動、日々の変動に加えて、価格の循環的変動についても記されているが、その内容は次の通りである。

循環的変動、すなわち数年という期間。恐らくは投機は価格の変動幅を増すように作用する。市場操作が単に価格上昇を考慮して増大することから、価格上昇は累積的效果を持つ。証拠金に基づく利益が購入の増加を可能にする。しかし組織的投機が存在しないときより、変動が大きいと想定するのは疑問が残る(Kaldor 1990, 105)。

³⁴ まず、エメリーは、彼の著書の中で、恐慌時の株価の変動と投機の間連について言及している。彼は、恐慌時に証拠金制度に依拠したアマチュア投機家の投機が株価の上下落に影響を及ぼすことを認めつつも、「これらの結果の原因を全て組織的投機に帰することは過ちである」(Emery 1896, 188)と述べ、「価格上昇と恐慌は株式取引所よりは広範な原因に起因する」(ibid.)のであって、そもそも「株式の場合、投機的熱狂は殆ど例外なく新しい産業的状況の結果である」(ibid.)というのである。そして、恐慌時の株価下落やその後の株価上昇とシュート・セールの関係についても、結論的には「シュート・セーリングが無い場合の方がより極端である」(ibid., 121)、と述べるのである。また、ブレスは、「組織的投機が提供するファシリティーが商業世界に及ぼす間接的效果の方が、価格の固定化という直接的効果よりも、明示的にその価値を示す」(Brace, 178)と述べた上で、「株式取引所は、恐慌を引き起こさないどころか、過剰な金融の最悪の結果が危惧される時に、その負担を引き受けそして責任を負うことで、恐慌の最悪の結果から我々を救う」(ibid., 179)、と主張するのである。もう一人ミーカーに傾聴すると、彼に拠れば、組織的市場とは、需給法則が貫徹し人為的な価格操作が出来ない市場、そして全ての投資家と投機家が参加できるフリーでオープンな市場のことである(Meeker, 378-379)。その典型が証券取引所であるが、「株式市場での敏感で、用心深く、そして両面的な投機と非組織的市場での幼稚で、鈍感な、そして一面的な投機の間には非常に大きな違いがある」(ibid., 406)、という。たとえば、景気循環においては、非組織的市場では、すばやくそして容易に価格が調整されえないことから、一面的で危険な投機が始動し、最も厳しい経済的混乱が生じることにものなるのに対して、株式市場では、将来の混乱を予測して価格が下落することになり、恐慌や不況との関係で言えば、株式市場での株価下落はそれらの結果であって、原因ではない、という。それどころか、「株式取引所は、不当なインフレーションと過剰生産の条件を助長するというよりは、その様な条件を自動的に阻止する」(ibid., 405)、というのである。さらには、「恐慌が始まったときに、株式取引所は、全国的信用構造に対する緩衝装置として機能することで、恐慌の悪影響を抑えることで別のサービスを遂行する。それ故に、経済危機の原因を株式取引所や証券市場に帰すことは、論理的でもなければ、経済学と金融史の事実にも反する」(ibid., 407)、と指摘するのである。

景気循環のプロセスでは、投機が価格変動を増幅させ、しかも価格の累積的上昇をもたらす。その際に、変動の組織的投機の不在な場合より、組織的投機の場合が、価格変動を増幅させることになるとはいえないにしても、あくまでもそれは程度の問題にすぎないであろう。重要な点は、組織的投機も価格の変動を増幅させるということである。

ところで、我々が参考としている文献「保険と投機」のなかでは、ヤング自身は景気循環とか価格の循環的変動というような言葉を用いてはいない。このことから、本文献では、景気循環と投機の関連の解明が直接の関心事ではなかった、と思われなくもない。だが、注意深く記述内容に目を向けると、彼が景気循環を念頭に置いていたことを読み取ることができるのである。循環的変動の理解のためにも、まずは、ヤングの景気循環に関する一般的な理解について、確認しておこう。

ヤングは、景気循環のメカニズムの解明を経済学の重要な課題であるとしつつも、そのメカニズムの基本的原因を心理的要因に求めることはなかった。そもそも、「人間の心理及び人間の諸制度は繁栄と不況という規則正しい繰り返しを説明できない」(Young 1924c, 5131)、と理解していたからである。だからといって、彼が心理の作用を無視していた、ということではない³⁵。次のように指摘する。

誰でも知っているように、人間という動物は非常にまね好きで、暗示に影響されやすく、そしてとかく彼の仲間達の先例に倣う傾向がある。もしこれらの心理的特徴がなかったならば、実体験的にそれらが一般にそうであったほどには、ビジネスの拡張はそれほどしばしば行き過ぎることもなく、そしてビジネスの不況もそれほど長引くこともなかったであろう。心理的要因は繁栄の絶頂と不況の谷底の間の乖離を増幅させる (ibid., 5131)。

ヤングが想定する具体的に経済活動に関わる人間像は、主流派経済学が想定するような先験的で合理的な人間像などではないことが、引用文から明白であろう。「まね好きで、暗示に影響されやすく、そしてとかく彼の仲間達の先例に倣う傾向がある」人間なのである。では、どの様にして「心理的要因は繁栄の絶頂と不況の谷底の間の乖離を増幅させる」のであろうか。本文献には、これを示唆するような次の記述がある。少し長くなるが、引用しておこう。

我々は、投機の厄介な難問が過剰投機である、という基本的事実に目を向けることにしよう。余りにも多くの人々が余りにも貧弱な情報に基づいて投機を行う。過剰投機の悪い(bad)結果の一つは、避けがたい価格の上昇と下落が時々誇張される、ということである。株式市場では、たとえば、価格が上昇し始めたとき、そして特に投機家によっては投機的な利益を実現してきているときに、アウトサイダー達が、市場に惹き付けられ、購入するのである。彼等が購入するのは、株価が上昇しており、引き続き価格は上昇し続ける違いない、と信じるからである。上向きまたはブル市場に常に惹きつけられるアウトサイダーの購入の増加が株価上昇をさらに刺激する。価格上昇に伴う見かけの利益はさらなる購入のために再投資され、このことが価格を一層引き上げる。正味の結果は、大きく膨張した買い玉であり、専門用語でないが、膨大な量の過剰

³⁵ ヤングの景気循環論については、拙著(2012)を参照されたい。

購入である。

もちろん、何らかの理由で価格が下落し始めるとすぐに、遅くなる前にある人は彼らの利潤を確定するために売るし、一方他のものは売らなければならない。その理由は価値の下落のために、彼等は売るか、または彼等に資金を前貸ししている銀行家または彼らの間の代理人として行動しているブローカーのために担保としてもっと貨幣を預託しなければならないからである。そのような売り取引の結果として、価格の下落は上昇よりも劇的であろう。多くの人が貨幣を失い、多くの産業が厳しく揺さぶられるのである (Young 1924b, 4870)。

まず確認すると、循環的価格変動の原因は「過剰投機」である、ということである。それは、具体的には、アマチュア投機家と言い換えても良からうが、アウトサイダーによる貧弱な情報に基づく投機である。すなわち、利益を実現した投機家達に倣うだけではなく、単に「株価が上昇しており、引き続き価格は上昇し続ける違いない」という不確かな根拠に基づいて、彼等が株式市場で行う投機である。その結果は、株価の累積的上昇を伴う「大きく膨張した買い玉」であり、「厩大な量の購入」いうことになる。このように、ヤングは、株式市場での投機を例に過剰投機の説明を行うのであるが、それは株式市場が最も象徴的に現れるということであって、程度の差はあれ、他の市場においても同様な状況が出現することになる、と理解していた。この点について、次のように述べる。

ビジネスの拡張期に働く力は、一部分は力学的類のものであり、一部分は心理的類のものである。拡張は、ビジネスにおける強気筋の動きであり、株式取引所の強気筋の動きの特徴の多くが大規模に模倣される動きのことである。その支配的な特徴は将来の販売収入の楽観的見通しである (Young 1927, 69)。

実際ヤング自身、繁栄後期の段階では、産業の全般的状況が不健全化しているときではあるが、「実業家達の活動は高騰市況での投機的操作の性格をより大きく帯びる傾向がある」(Ely 1923, 331)、と指摘している。その理由について、「費用の上昇が密接に物価の上昇のすぐ後に続く」(ibid.)ことから、「実業家達は、ただ物価が費用よりも先んじて上昇し続けさえすれば、これから先の利潤を当てにすることができる」(ibid.)からである。また、消費者に関しても、彼等はより高い価格でより多くの購入を行うのであって、「物価上昇期には、消費者が自らの判断で市場では強気筋の側に入っていくということに、注意が払われるべきである」(Young 1927, 69)というのである。

このように、ビジネスの拡張期には、株式取引所の強気筋の動きの特徴の多くが、企業家はいうまでもなく、消費者の間での大規模な模倣によっても、全般的に見られることになる。カルドアのノートの中の記述を引用するならば、「ハイ・コンジャンクチャー (high conjuncture)」(Kaldor 1990, 82)³⁶、言い換えれば、市場全体に影響を及ぼしている価格変動の最も重要な要因は「競争上

³⁶ “Hight Conjuncture”という語句の由来やその意味する内容は明らかではないが、エメリーは、生産リスクとは違って、「投機リスクは全ての者を脅かす危険である」(Emery 1900, 105)と述べ、この「市場全体に影響を及ぼす価格変動リスク」を“Conjunctur-risks”という言葉で言い換えている (ibid.)。ち

の錯覚(competitive illusion)」(ibid.)である。その意味することは、「株式市場の上げ相場に示されるように、通常の需要曲線は投機のために逆さまにされなければならない。価格が高ければそれだけ、需要はより大きい」(ibid.)、ということである³⁷。ここで指摘される投機の価格への影響は、これまで述べてきた価格安定化の影響とは異なって、価格の上昇が需要を抑制するのではなくてむしろそれを促進し、さらなる価格上昇を惹起することから、「攪乱的である」ということである。このような状況は、言い換えれば、市場メカニズムを通じた価格の安定化どころか、収斂性の動揺ないしは発散性を通じた不安定化を意味するであろう。その帰結が恐慌である。そして、恐慌を契機に状況は一変し、逆回転する。「膨大な量の過剰購入」に伴う損失回避のための「売り取引の結果として、価格の下落は上昇よりも劇的」となり、「多くの人が貨幣を失い、多くの産業が厳しく揺さぶられる」ことになる。

ヤングは、もちろん過剰投機という「投機の厄介な難問」は放置されるべきではなく、何らかの治療策が必要である、と考えていた。このことは彼に限られたことではなくて、恐慌時に空売り(シュート・セール)が価格下落を助長するという理由から、その規制を求める主張も存在した。その中心人物がプジョー委員会のメンバーでもあったニューヨークの法律家アンターマイヤー(Samuel Untermyer)である。彼は、1914年のアメリカ経済学会年次総会で、投機への政府規制を支持する立場から報告を行い、その際に空売り規制についても言及していた³⁸。しかし、他方では、むしろ空売りが急激な価格変動を阻止するように作用するという考えから、空売り規制に反対の意見を述べる者もいた³⁹。では、ヤングは、空売りについてどの様に考えていたのであろうか。

空売りを禁止するということは、強気(bull)サイドに比べて、投機市場の弱気(bear)サイド

なみに、本稿では、エメリーの考えを参考にした。

³⁷ カルドアは、1939年の論文「投機と経済安定性」の中で、伝統的投機論では「投機の経済的機能について需給条件の変化に起因する価格変動を均衡化させると理解」(Kaldor 1960, 17)して、「投機行動が価格の変動幅を狭くするというよりは大きくする原因になるという可能性」(ibid., 18)は、「伝統理論ではまじめには考察されていなかった」(ibid.)と指摘している。ただ、彼が、LSE時代にヤングのクラスに参加し、循環的価格変動への投機の影響について聴講していたことを考えると、彼がヤングを伝統理論との関係でどの様に理解していたのか疑問の残る点であるが、現時点ではそれを知りうる資料を持ち合わせていない。

³⁸ アンターマイヤーは、投機に関してはエメリーと多くの点で考えを共有すると認めつつも、「誠実な投機には制限があってはならないという彼の議論には同意できない」(Untermyer, 53)と述べ、「彼による無制限の空売りの擁護に明確に反論するし、彼は反対するが、株式取引所での全ての取引の政府規制の必要性を主張する」(ibid.)のである。アンターマイヤーが空売りの規制を主張する理由は、「空売り筋は、彼の判断では株が非常に高いときに売り、そしてその本当の価値であると考ええるものに株が至ったときに購入することによって売りをカバーすることが求められるといわれる。これは理論的には問題は無い。実際は、空売りは不況の際に危険な要因である。それは、証券市場での恐慌を引き起こし、さらに助長する直接的誘因である」(ibid., 56)と理解するからであった。

³⁹ ミーカーは、空売り規制について、「結論として、信用買いや空売りの効果は価格を安定化させ、その結果買い手と売り手の両者にとって利点があり、そして経済的意味で、価値を下回る過度の暴落と正に同じ様に、価値を上回る過度の暴騰も、関係者にとっては誰にとっても危険である、と指摘して良からう。それ故にもし空売りが妨げられるならば、価格の上昇トレンドを効果的に抑制するものが取り除かれ、長期的には再び一挙に下落する運命にある。その一方で、まさに下落市場で空売り残高が提供する価格への支援もまた取り除かれるであろう」(Meeker, 96)、と指摘する。

である供給を大きく弱めるであろう。したがって、今の価格は高すぎることから下落は差し迫っていると素直に信じる市場の弱気筋は、価格に影響を及ぼすような方法で、市場で彼等の判断を用いる効果的な方法を持ち合わせない。空売りの一般的な側面はすでに先物取引について述べてことによってカバーされる。それは投機だけでなくあらゆる想像可能なタイプのビジネス取引にも見出される (Young 1924b, 4870)。

ヤングは空売りを禁止することに賛同しない⁴⁰。それは、空売りの特徴は先物取引のそれと同じであり、投機以外の様々な取引において見られるだけでなく、空売りは、弱気筋にとって有効な手段であり、しかも価格の安定化に寄与するからである。もっとも、彼は恐慌局面での空売りの作用について特に言及してはいないので、彼が空売りによる価格下落とその後の買い戻しによる価格上昇についてどのように評価していたのか、知る術はない。もっとも、ヤングが、特に株式市場の投機に関わる問題点に全く触れていない、ということでもない。次のような二つの制度上の問題点を指摘するのである。

投機的な振幅は、商品取引所よりも株式取引所の方がより日常的で、より激しいものである。その理由の一つには、商品投機がそうであるよりも、株式投機が貨幣市場の状況に非常に密接に依存しているからである。二つには、株式取引所での先渡し (future delivery) 契約を禁止しているアメリカの制度に起因している (ibid.)。

既に述べたように、ヤングは、現代産業では先物取引が不可欠であり、それらの取引システムは津々浦々まで浸透しているのであって、先物取引は禁止されるべきではない、と考えていた。実際、先物取引は特に穀物取引所では認められ、一般に広く普及した取引ではあった。ただし、それは株式取引所では導入されてはいなかった。そのために、「アメリカの商品取引所とヨーロッパの株式取引所のように、先渡し契約が認められた際には、遙かにより大きな量の取引が相殺されるであろう」 (ibid.)、というのである。要するに、双方向のより多くの投機取引が行われ、全体として価格安定化の作用を持つことになる、というのである。

もう一つの指摘は投機と貨幣市場の関係である。言うまでも無く、このことはアメリカ特有の証券売買取引の仕組みとも関係していた。ロンドン、パリなど海外の主要な金融都市の場合には、週末決算、隔週末決算、そして月次決算という「ツケ取引 (for the account)」が導入されているのとは対照的で、ニューヨーク証券取引所で行われる大部分の証券売買は、翌営業日が受渡と支払となる「通常取引 (regular way)」であった (Meeker, 175)。そのために、投機家達は、証券購入時には、一定額の証拠金を現金でブローカーに差し入れ、加えてブローカーから購入額の不足分の借り入れを行ったりしたのである。他方で、ブローカーは、この信用取引では、自らの基金を利用するか、

⁴⁰ ヤングは、アメリカとヨーロッパの国での空売り取引の仕組みの違いについて、「商品取引所と、一般的にはヨーロッパの全ての取引所では、空売り取引は、売り手が受け渡す商品や証券を購入する前に、将来渡すという契約の形態を採る」 (Young 1924b, 4870) が、「実際の受け渡しはその目的で借り入れられた証券で為されることから、アメリカの株式取引所では、空売りは、将来渡すという契約ではない」 (ibid.)、と述べている。

または銀行からの借りに頼ったのである。ヤングは、かかる関係を基礎にした投機について、次のように続ける。

たとえばニューヨーク株式取引所での売りのように、直渡し(immediate deliveries)が行われなければならないときに、そして投機的買い手が購入と同時に支払いを行わなければならないときに、これらの純粋に投機取引にファイナンスする為の銀行ローンに対する巨額の需要が確かに存在する。米国では、投機は、特に株式投機は、いかなる他の国よりも大きな程度で借入られた貨幣で遂行されている。このことが、すでに述べた過度な投機の原因の一つである。投機は余りにも緊密に貨幣市場と結びつけられている。それは金利の変化と割引率に余りにも敏感であり反応的である。逆に、純粋に投機的变化が、貨幣市場の全般的状況に、従って必然的に産業の全般的状況に反作用を及ぼすことになる。しかしながら、連邦準備制度の創設以降、貨幣市場と投機の間の結びつきに由来する最も酷い悪(worst evils)の多くは取り除かれてきたと述べてよからう。しかし、投機証券に基づくコール・ローンまたは当座貸付が世界の他のどこよりもニューヨークでは比較的より大きな地位を占めているという事実、加えて投機や銀行の状況に及ぼすこの種の貸付の影響が、今でも非常に変動的な金利に左右されるが、健全ではないという事実は残るのである(Young 1924b, 4870-4871)。

「多くの人が貨幣を失い、多くの産業が厳しく揺さぶられる」状況こそは、「貨幣市場と投機の間の結びつきに由来する最も酷い悪」であると述べても、ヤングは「連邦準備制度の創設以降」「最も酷い悪の多くは取り除かれてきたと述べてよからう」、ともいうのである。それはどのようなことを念頭に置いてのことであろうか。実は、引用文で示された「貨幣市場と投機の間の結びつき」は、国法銀行制度下での関係を、さらには繰り返された厳しい金融恐慌を念頭に置いてのものである⁴¹。そして、この制度の根本的な欠陥について、次のように考えていた。

我々の銀行制度にはどこにもいかなる余裕も「弾力性」も存在しなかった。とにかく制度全体が常時逼迫の状況にあった。余裕が生じたらそれが何であれ、すぐに投機市場に吸収ないしは利用された。貸付と準備の間のより弾力的な関係以外には可能な解決策は存在しなかったし、同時にそれは集権化された管理と集権化された責任を欠いては、不可能であった(Young 1924a, 4444)。

ニューヨーク所在の商業銀行にとっては、株主の利害を考えた場合、余剰準備を貸付に運用して利子を稼ぐことが彼等の使命であって、「どの銀行も余剰準備を維持する責任を負ってはいなかつ

⁴¹ ヤングは、国法銀行制度の下での投機とニューヨーク貨幣市場の結びつきについて、「ニューヨーク貨幣市場に出現するような余剰準備は、コール・ローンに吸収され、次に強力な強気市場をもたらし、株式取引所での価格上昇を引き起こす。準備が法定下限に近づいたとき、または実際に少し下回ったとき、コール・ローン市場の引き締めはしばしば向こう見ずな株の売りと株式市場価格の暴落に帰結した。全くのところ、我が国の非弾力的準備システムは、貸付と投機の間の罪深い同盟(unholy alliance)を招くように作用していたことが分かる。貨幣市場の変化の結果が投機市場において誇張された形態で示され、逆に投機の浮き沈みが貨幣市場の状態に影響を及ぼした」(Young 1924a, 4443)、と述べている。

た」(ibid., 4443) し、「実際問題として、どの銀行も余剰準備を維持しようとはしなかった」(ibid.) のである。他方、ここでいうところの銀行制度全体のために準備の「集権化された管理と集権化された責任」を担う組織とは、中央銀行のことを指す。そしてまさに連邦準備制度がそれであった。

「邦準備制度の創設以降、貨幣市場と投機の間結びつきに由来する最も酷い悪の多くは取り除かれてきた」というとき、それは、連邦準備制度が公益に基づいて余剰準備を管理する役割を担い、また景気循環を制御するための金融政策を担うようになりつつある、という彼自身の認識に基づくものであろう⁴²。ただし、投機の弊害が完全に払拭されたと理解していたのでもない。それは、「投機証券に基づくコール・ローンまたは当座貸付が世界の他のどこよりもニューヨークでは比較的より大きな地位を占めているという事実、加えて投機や銀行の状況に及ぼすこの種の貸付の影響が、今でも非常に変動的な金利に左右されるが、健全ではないという事実は残る」(Young 1924b, 4871) からである。そうではあるが、彼は、景気循環という「もし我々の経済制度に今では内在するこの弊害が最終的に克服されたら、それは経済科学の目覚ましい勝利と考えられるべきである」(Young 1924c, 5136) として、今後の「景気循環現象の科学的研究の進展」(ibid.) に希望を托すのである。

おわりに

ヤングは、国内で見られる投機への一般的な不信や非難を念頭に置きつつ、文献「保険と投機」では、投機の経済的分析に基づきその経済的意義の説明を行い、それを通じて、「我々は、投機が多く大切な経済的機能を果たしている事実が、疑いのないこれらの悪の存在によって、覆い隠されたままにしておくわけにはいかない」という。投機は、リスクヘッジのためのファシリティーを提供するだけでなく、結果に影響を及ぼすというまさにこの作用を通じて、特に穀物価格の季節変動において顕著であるが、価格を安定化させるという経済的機能を担っている、というのである。それどころか、投機が総効用を高めるという意味では、富の生産者ですらあるというのである。これらは、まさに投機が行う善であった。

だが、他方で、投機が行う悪が存在することも認める。一つは、未熟で未経験な人による過剰投機であり、これは道徳的にも経済的にも問題を孕む投機である。また、株式会社の経営陣による私欲に駆られたインサイダー取引や株価操縦に加え、「企業金融の乱用」、言い換えれば、「産業的目的の投機的目的への従属」も投機と無関係ではなかった。そして何よりも酷い悪は、投機を原因とする価格の循環的変動であった。そもそも、投機が善をなす市場とは、「完全に競争的な市場、すなわち需給関係がより明確にそして正確に価格を決定する市場」(Young 1924b, 4871) である。だが、循環的変動においては、「価格が高ければそれだけ、需要はより大きい」という完全競争市場下とは全く異なる需要が顕在化するのである。投機が価格の累積的上昇とその逆流としての累積的下落という状況を生み出すということであるが、余剰資金と結びつく投機は経済社会を不安定化させる要因である、ということであろう。これは、エメリーなど、当時の投機擁護派のエコノミスト達とは著しく見解を異にする点でもある。

⁴² これらの詳細については、拙著(2012)第3章、第4章および第5章を参照されたい。

このような投機の行う善と悪を考慮の上で、ヤングは前者に軍配を上げるのである。もちろんそれは、投機の経済的意義を高く評価してのことであるが、後者についてもそれなりの理由があった。かかる悪も一部は投機の行う善のために支払うべきコストとして受け入れざるをえないにしても、彼は、未熟な投機家には「保険と投機」で示された知識の涵養が役立つであろうし、企業金融の乱用などに関連する悪は法的規制によって排除されうるであろう、と考えていたからである。また循環的変動に関連する最も酷い悪についても、彼は、中央銀行制度としての連邦準備制度の金融政策とその理論的支柱となる景気循環現象に関する科学研究の進展によって、いつかは取り除かれうるであろうと期待していた、と思われるのである⁴³。

さて、ヤングの「保険と投機」が公表されてから一世紀が経とうとする現在、投機を取り巻く環境は大きく変わってしまったが、ヤングの投機に関する考えは我々に何を示唆するのであろうか。その際に何よりも注目すべきは、投機の役割について言及する際に、ヤングが貨幣制度の問題と余剰資金の問題を明確に区別したことであろう。前者との関連でいえば、それは金本位制から不換の通貨体制への移行ということに尽きる。その意味することは、従来市場取引にとっての与件であった価格の度量標準の事前的確定性の喪失であって、ヤングの言葉を借りると、危険な投機を誘発する「不確実な将来」（不確実な通貨価値）を基礎とする経済社会の到来であった⁴⁴。一方後者との関連でいえば、専門的投機家とはいえ余剰資金と結びついた投資ファンドや機関投資家が大きな役割を担い、しかもヤングが念頭に置いた取引所を通じた組織的投機ではなくて、分裂した市場と取引所の外部での相対に基づく投機取引が普及し一般化してきている。さらに、国際的側面に目を向けると、経済のグローバル化が進展してきたが、それを牽引してきたのは彼が重きを置いたコマースだけではなく、余剰資金も重要な役割を担ってきていると述べて良からう。自由な経済活動という名の下、投機と不可分の関係にある余剰資金のエネルギーは解放されることになったわけであるが、このことは、株価や農産物価格のみならず、その他のあらゆる商品価格の激しい変動や繰り返される金融危機とも決して無関係ではない。そのために、「価格への投機の影響は不健全であり、裁量的であり、そして一般的に攪乱的である」という彼の時代の投機批判と類似のそれが今日でも繰り返されているのも事実である。ヤングがこのような現状を目の当たりにしたと想定した場合、それでも彼は投機が行う悪よりも善に軍配を上げるであろう、と考えるべきであろうか。

参考文献

Allyn A. Young papers. Archives of Harvard University, Pusey library.

Banner, Stuart. 2017. *Speculation; A History of the Fine Line between Gambling and Investing*. Oxford University Press.

⁴³ ヤングは、富の集中問題に絡めて、悪を行う投機が深く関わるダイナミックな社会では、社会分配分のより大きな分が投機家の懐に入ることになる、と考えていた。この点については、拙稿(2016)を参照されたい。

⁴⁴ 本稿で採り上げたヤングの投機に関する議論は貨幣制度としては金本位制を前提としたそれである。彼は、不換通貨制度に起因する投機に、特に外国為替市場での投機に孕まれる問題点についても、強い関心を示していた。この点に関する詳細については、拙著(2012)第8章を参照されたい。

- Brace, Harrison H. 1913. *The Value of Organized Speculation*, Houghton Mifflin Company, New York.
- Carver, Thomas N. 1919. *The Distribution of Wealth*, The Macmillan Company, New York.
- Cowing Cedric B. 1965. *Populists, Plungers, and Progressives; A Social History of Stock and Commodity Speculation 1890-1936*. Princeton University Press.
- Ely, Richard T., Thomas S. Adams, Lorenz, Max O. and Allyn A. Young. 1916. *Outlines of Economics*. 3rd ed. New York: The Macmillan Company.
- . 1923. *Outlines of Economics*. 4th ed. New York: The Macmillan Company.
- Emery, Henry Crosby. 1896. *Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, New York: Columbia University.
- . 1900. The Place of the Speculator in the Theory of Distribution, *American Economic Association Publication* 1: 113-122.
- . 1915. Speculation on the Stock Exchanges and Public Regulation of the Exchanges, *The American Economic Review*, Vo. 5, No.1, Supplement: 69-85.
- Governor's Committee on Speculation in Securities and Commodities. 1913. *Report of the Committee on Speculation in Securities and Commodities, June 7, 1909*, New York: Columbia-Knickerbocker Trust Co.
- Kaldor, Nicholas. 1960. Speculation and Economic Stability, in *Essay on Economic Stability and Growth*. London: Gerald Duckworth & Co. Ltd.
- . 1990. Nicholas Kaldor's Notes on Allyn Young's LSE Lectures, 1927-29. Edited by Roger J. Sandilands. *Journal of Economic Studies*, Vol. 17, No. 3.4 : 18-114.
- Levy, Jonathan Ira. 2006. Contemplating Delivery: Futures Trading and the Problem of Commodity Exchange in the United States, 1875-1905, *American Historical Review*, Vol. 111, No. 2: 307-335.
- Meeker, J. Edward. 1922. *The Work of the Stock Exchange*. New York: The Ronald Press Company.
- Parker, Carl. 1911. Governmental Regulation of Speculation, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 38, No. 2: 127-154.
- Ryan, John A. 1902. The Ethics of Speculation, *Ethics in the Table of the Sciences*, Vol. 12, No. 3: 335-347.
- Stevens, Albert Clark. 1892. The Utility of Speculation in Modern Commerce, *Political Science Quarterly*, Vol. 6, No. 3: 419-430.
- Supreme Court of the United States. 1905. *Bucket=Shop Decision*. October Term. Chicago: The Gunthorp-Warren Printing Co.
- Untermeyer, Samuel. 1915. Speculation on the Stock Exchanges and Public Regulation of the Exchanges, *The American Economic Review*, Vo. 5, No. 1, Supplement: 25-85.
- United States Congress. 1914. *Regulation of the Stock Exchange*, Hearings before the Committee on Banking and Currency. 63 Cong., 2 Sess., Washington.
- Willett, Allan H. 1901. *The Economic Theory of Risk and Insurance*, New York: The Columbia university Press.
- Woodlock, Thomas F. 1909. The Ethics of Speculation, *The Ticker and Investment Digest*, Vol. 5, No. 2, New York; The Ticker Publishing Company: 77-79.
- Young, Allyn A. 1924a. Mobilizing Banking Credits: The Drastic Reform of the Banking System of the United States: Possibilities of the Federal Reserve. In *The Book of Popular Science*: Vol. 13, edited by Dexter S.

- Kimball. The Grolier Society: 4437-4447.
- . 1924b. Insurance and Speculation: How Economic Risks Are Diminished by Combination and Organization: The Good and Evil Speculation Does. *In The Book of Popular Science*: Vol. 14, edited by Dexter S. Kimball. The Grolier Society: 4861-4871.
- . 1924c. Money and Prices: How unstable Prices Work Havoc to Industry and Injustice to Individuals: The Business Cycle An Economic Disease. *In The Book of Popular Science*: Vol. 15, edited by Dexter S. Kimball. The Grolier Society: 5125-5136.
- . 1927. *Economic Problems, New and Old*. Boston; Houghton Company.
- 伊藤宣広. 2016. 『投機は経済を安定させるのか?』, 現代書館。
- 越田年彦. 2011. アメリカにおける投機・賭博差異論の検討 - 1886-1922 年 -, 経済学史研究, 33 巻 2 号 : 59-74。
- 鈴木芳徳. 1998. 『明治の取引所』, 白桃書房。
- 松尾 隆. 2012. 『アレン・ヤングの経済思想 - 不確実性と管理の経済学 - 』, ミネルヴァ書房。
- . 2016. 「富の集中」に関するアレン・ヤングの所説, アドミニストレーション, 第 22 巻 2 号 : 72-85。
- . 2017. 経済進歩と人間 - Allyn A. Young に聴く -, アドミニストレーション, 第 23 巻 2 号 : 14-30。