様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９　（共通）

科学研究費助成事業　　研究成果報告書

令和　５ 年　６ 月 ２６ 日現在

機関番号：１２６０１
研究種目：若手研究
研究期間：2018～2022
課題番号：１８Ｋ１２８２３

研究課題名（和文）１８世紀初期の株式市場における認知バイアスの学際的・空間的実証研究

研究課題名（英文）Financial Markets and Their Behavioural Foundations in Early Eighteenth-Century England

研究代表者
山本　浩司（Yamamoto, Koji）

東京大学・大学院経済学研究科（経済学部）・准教授

研究者番号：８０７８００８０

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費）　　3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、18世紀ロンドンの金融市場研究に新たな視点を導入し、金融資本主義黎明期における認知バイアスと投資行動の関係を分析することを目的とした。そこで、本研究ではまず合理的な投資家が価格変動をどの程度「人々の狂気」という視点で理解していたのか、つまり社会心理学でいうところのattribution biasの分布を特定するべき分析を行った。次に、このような認知バイアスを醸成した人的な結びつきやコミュニティについて分析をおこなった。その結果、「人間の狂気」による市場理解は、ネットワーク上での距離が遠い場合に特に当てはめられがちである可能性が高いことが判明した。

研究成果の学術的意義や社会的意義
現代の株式市場の説明原理としての人間の「愚かさ」は、「非合理的バブル」として現在にまで受け継がれる重要な説明枠組みであるが、そうした視点が生まれる構造そのものを分析する研究は決して多くなかった。本研究を通して、そのような「愚民観」が醸成されやすい社会的・文化的ネットワークの様子を詳細に検討するためには、ネットワーク上の距離やジェンダーや階級などの視点を踏まえてより統合的な分析を進めなければならないことが判明した。こうした視点を踏まえて更なる実証分析を続けることができれば、合理・非合理という二項対立に支配されてきたこれまで南海泡沫事件およびバブル研究の大幅な刷新も可能となるだろう。

研究成果の概要（英文）：This study sought to introduce a new perspective to the study of financial markets in early eighteenth-century London and in particular to analyse the relationship between cognitive bias and investment behaviour at the dawn of financial capitalism. The study first analysed the extent to which rational investors understood price fluctuations in terms of 'people's madness', what social psychologists would call attribution bias. Next, the study asked what kinds of human ties and communities may have fostered these cognitive biases. The results suggest that market understanding through 'human madness' is likely to be particularly applicable where social distances are greater, and market relationships anonymous.

研究分野：経済史・金融史

キーワード：南海泡沫事件　金融史　認知バイアス　近世史　イギリス史

※科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９（共通）

１．研究開始当初の背景

本研究は、18 世紀ロンドンの金融市場研究に新たな視点を導入し、金融資本主義黎明期における認知バイアスと投資行動の関係を分析することを目的とした。その具体的な課題は二つあった。まず、合理的な投資家が価格変動をどの程度「人々の狂気」という視点で理解していたのか、つまり社会心理学でいうところの attribution bias の分布を特定することであった。次に、このような認知バイアスの醸成の特定の人的な結びつきやコミュニティがあるのかを調査することであった。本研究の目標は、金融資本主義黎明期における認知バイアスの歴史的実証分析を進め、空間的な視点を導入することで金融史の新たな理解を提供することにあったと言える。

２．研究の目的

研究目的を説明するためには、研究背景についてもう一歩踏み込んで説明する必要がある。金融バブルと金融史研究においては、長らく数量分析とコンテクスト重視の歴史分析の統合が課題となってきた。それは本研究が対象とする 1720 年の南海泡沫事件も例外ではない。南海会社やイングランド議会の行動は、未刊行の史料を分析することで解明され、バブルの政治・社会・文化的な影響も議会議事録や新聞、小説などの史料を活用して検討されてきた (R.Harris; J.Hoppit; S.Stratmann) 。一方、株価が短期間で乱高下するメカニズムそのものについては、1720 年のバブルが「非合理的」行動の結果だったのか、「合理的」投資行動の結果だったのかについて主に経済学者と計量的アプローチを重視する研究者の間で議論が進められてきた。最近の投資行動の歴史事例研究でも、銀行口座や手紙などの史料を提示することで、「非合理的」とは言い難い投資家の行動を示している。このような議論からも、古典経済学的な「合理 vs 非合理」の構図が最近の研究に影響を与えていることがわかっている。

申請者は、ここに本研究の目的を見出した。金融バブルの株価の乱高下というメカニズム自体の分析において、文脈重視の史料分析が不足しているのである。この点について言えば、市場黎明期の金融バブル研究は、政治経済史研究に比べて遅れをとっている。例えば E.P.Thompson の古典的研究を批判的に継承した L.Fontaine や B.Waddell らは、経済市場とモラル・エコノミーが密接不可分の関係にあったことを示している。また C.Muldrew, M.Finn, N.Glaisyer らは、信用(credit)の経済的重要性も、当時の宗教的な枠組みによって理解されていたことを証明した。こうした分析手法を経済史と経営史に導入してきた申請者は、1640 年代の経済改良計画や、1690 年代の鉱山株式会社が、それぞれ当時の宗教的価値を援用し、変わりゆく政治的プライオリティに即した形で推進・正当化されていたことを示し、それらの成果を *Historical Journal* と *English Historical Review* という国際的に評価の高い雑誌で発表してきた。これらの研究をふまえれば、政治的・文化的コンテクストの影響を十分に考慮にいれた史料分析の方法を、金融市場黎明期の投資行動分析に導入することが急務であることと思われた。よって本研究では次の問いを設定した。南海泡沫事件当時において、社会的価値や政治・商業文化は投資行動にどのような影響を与えていたのであろうか。

３．研究の方法

上述の大きな「問い」の解明に際して出発点となるのが、申請者が 2016 年に発表した論文である。富裕投資家（シャンドス卿）の書簡と帳簿の比較分析をとおして「バブルへの便乗」(riding the bubble)を試みた合理的な投資家が、同時に自身と関係のない投資行動全般については「愚かさ」と「狂気」に突き動かされた群集行動として理解していたことを明らかにしたものである。合理的枠組みが自身の行動規範として、非合理的枠組みが株式市場一般の説明原理として援用されていたことが示された。

以上をふまえ、本研究では 2 つのより具体的課題の解決を目指した。第一に、この認知バイアスの社会的・空間的分布についての理解を深める。投資規模や金融に関する知識と経験の不均衡こそあれ、多くのアクターが合理的投資戦略を志向していたことは、すでに先行研究が明らかにしている。しかし、そうした合理的アクターがどの程度までいわゆる愚民観を説明原理として援用していたかについては理解が不十分だった。申請者は、2012 年以降、英国各地の史料館から未刊行の書簡などの蒐集をすすめて来たが、後述のとおり新たな史料群も発見された。これらを書き起し、分析することが急務であると考えた。

第二に、非合理的群衆行動の現場として株式市場を理解する潮流を生み出した社会的背景・人的紐帯を明らかにする。認知バイアスは現実に生活を営んだ人々がもった極めて具体的な傾向性であるが、そうした認知パターンが現実に影響力を持つに至った社会的・空間的コンテクストは意外にも明らかにされていない。これまでの研究はロンドンで取引を代行したブローカー達が投資戦略の形成に果たした役割には注目してこなかった。ブローカーと投資家の多様なマッチングを再構築し、認知バイアスをその協働関係に関係づけて分析することは、金融史全般、とりわけ南海泡沫事件当時の投資戦略を文脈重視の研究動向に確実に位置づけるために不可欠といえる。

４．研究成果

2018 年度には、未刊行の手書き契約文書群の史料的価値とその分析の際の注意点を研究協力者と確認することができた。その分析の核となるのは、遠方に住む投資家がロンドン在住のブローカーに権限を委任した委任状である。これら委任状は、取引締結をした日付、双方の職業、居住地、そして委任された権限の詳 細(主に銘柄・取引価格の上限)が定型に沿う形で記載されている。これらの情報が記載された契約文書が南海泡沫事件の前後 3 年間だけでも数百点以上あること を申請者は確認し、またそのような定型文書が流布した社会・経済的背景についても理解を深めることができた。

2019 年度には、この史料群のデータ処理を本格化させ、同時に収集した関連書簡のさらなる分析をすすめていった。契約文書群のデータ化を進めることによって、金融市場黎明期におけるブローカーの居住区域や職種、クライアント層、そして取引銘柄や委任された取引規模の分析をする体制が整った。しかしながら、このデータ処理については、情報のカテゴリー分け(classification)と可視化(visualisation)において更なる試行錯誤も必要であり、特に委任状から判明する個人のデータをどの程度まで、遺書、洗礼記録、書簡や家計簿などの史料と組み合わせることが可能かつ現実的かについても、今後も慎重な検討を続ける必要がある。

2020 年度以降は、コロナウィルス感染拡大により、研究の遂行に必要なイギリス等

における図書館やアーカイブでの史料調査が実行困難となり、研究計画に大きな遅れが生じてしまった。このため、本研究課題の分析枠組みの深化を目的として、本研究課題と関係の深い研究セミナーEarly Modern Financial History Online Seminar を継続して開催した。Bern 大学の Stefano Condorelli 氏、LSE の Nadia Matringe 氏、ウィーン大学の Sebastian Felten 氏、チュービンゲン 大学の Daniel Menning 氏共同運営に迎え月一度のペースで英語でオンラインセミナーを開催することで、ここから研究を進めるための新たな刺激を得ることができた。また 21 年度以降は、これまで注目してこなかった経済主体のジェンダーに特に着目することで、本研究における史料分析の解像度をあげる可能性も模索した。具体的には金融市場においても活動することになるロンドンの女性たちの行動様式についての理解を深めるべく文献調査および関連の事例研究に取り組み始めた。

先行研究の追加調査も行うことで、どのようなコミュニティが、どのような投資行動を行っていたのかを社会ネットワークとして理解するためには、投資主体のジェンダーにも配慮する必要があることが判明した。自分たち以外の投資行動全般を「愚かさ」の結果として理解するような認知パターンは、どのようなコミュニティに多くみられたのか?それは専門性や排他性をもった富裕層投資ネットワークの特色なのか?社会的多様性をもったコミュニティにおいてはどうだったのか？こうした論点は、現代の株式市場の説明原理としての「愚かさ」は「非合理的バブル」として現在にまで受け継がれる重要な問題であるが、そうした視点が醸成されやすい社会的・文化的ネットワークの様子を詳細に検討するためには、ジェンダーや階級などの視点を踏まえてより統合的な分析を進めなければならないだろう。これまでの調査では、「人の狂気」による市場理解は、特定の社会階層にユニークなものというよりは、社会的距離が大きく、市場関係が匿名的な場合には広く援用されていた可能性が高いことが示唆された。しかし、このような「狂気」や「非合理性」による市場理解がどのような時に「留保」されるのか、またどのような仕方でより解像度の高い理解へと刷新されるのかについては解明が未だ不十分である。また、ブローカーと投資家との社会的・地理的距離が、こうした説明の利用方法にどう影響するのかについても理解は不十分である。こうした課題を踏まえて更なる実証分析を続けることができれば、合理・非合理という二項対立に支配されてきたこれまで南海泡沫事件の理解の更なる乗り越えが可能となるだろう。そのような研究を世に問うことができるよう、地道に研究を続けていきたい。

５．主な発表論文等

〔雑誌論文〕　計0件

〔学会発表〕　計8件（うち招待講演　4件／うち国際学会　2件）

１．発表者名 山本浩司
２．発表標題 SNS時代に紐解く啓蒙以前のステレオタイプ：商品・アイデンティティー・社会関係
３．学会等名 科研費基盤研究（B)「近代イギリスにおける感受性文学と誤認」(代表者：小川公代）　（招待講演）
４．発表年 2021年～2022年

１．発表者名 山本浩司
２．発表標題 英国チャールズ1世親政期の石鹸独占と洗濯婦：ジェンダーからみた政治経済史にむけて
３．学会等名 イギリス女性史研究会
４．発表年 2021年～2022年

１．発表者名 Koji Yamamoto
２．発表標題 Gendering political economy: soap, monopoly and washerwomen under Charles I
３．学会等名 British History in the 17th Century Seminar, Institute of Historical Research, University of London（招待講演）（国際学会）
４．発表年 2021年～2022年

１．発表者名 Koji Yamamoto
２．発表標題 Taming Capitalism before its Triumph; a Case of Early Modern England and a Call for Comparison
３．学会等名 Forschungskolloquiums "Geschichte der Vormoderne"（招待講演）
４．発表年 2019年

1．発表者名 Koji Yamamoto
2．発表標題 Understanding practices of trading in Eighteenth-Century Britain
3．学会等名 Speculating on Financial Heritage, University of Hertfordshire
4．発表年 2019年

1．発表者名 Koji Yamamoto
2．発表標題 Beyond rational vs irrational bubbles: Behavioral Foundations of the South Sea Bubble
3．学会等名 Boom, bust, and beyond: newly interpreting the South Sea and Mississippi Bubble, rediscovering the other stock market bubbles of 1719/20, University of Tubingen（招待講演）
4．発表年 2018年

1．発表者名 Koji Yamamoto
2．発表標題 Behavioural foundations of the 1720 South Sea Bubble: A case of James Brydges
3．学会等名 World Economic History Congress, Boston（国際学会）
4．発表年 2018年

1．発表者名 Koji Yamamoto
2．発表標題 'I invest, you speculate, they gamble': Behavioural biases in the making of the South Sea Bubble
3．学会等名 Future research in the history of financial behaviour, University of Tokyo
4．発表年 2018年

〔図書〕　計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

Early Modern Financial History Seminar https://emfhs.hypotheses.org/ History-of-Finance.org https://history-of-finance.org/2021/02/04/early-modern-financial-history-webinars/ Banking on Financial History (News) https://www.fgw.vu.nl/en/news-events/news-archive/2018/jul-sep/180718-vvu-historians-inger-leemans-and-ronald-kroeze-receive-nwo-internationalisation-grant-of-5000.aspx

６．研究組織

	氏名 （ローマ字氏名） （研究者番号）	所属研究機関・部局・職 （機関番号）	備考

７．科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕　計5件

国際研究集会 Early Modern Financial History webinars	開催年 2021年～2022年
国際研究集会 Early Modern Financial History webinars	開催年 2020年～2021年
国際研究集会 Speculating on Financial Heritage, University of Hertfordshire	開催年 2019年～2019年
国際研究集会 ’Future directions in financial history: Views from the early modern period’	開催年 2018年～2018年
国際研究集会 Future research in the history of financial behaviour	開催年 2018年～2018年

８．本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関			
英国	London School of Economics			
スイス	Universitate Bern			
オーストリア	Universitat Wien			
ドイツ	Universitat Tubingen			

共同研究相手国	相手方研究機関			
英国	University of Hertfordshire			
オランダ	Freie Universitet Amsterdam			
スイス	Universitat Bern			
英国	University of Hertfordshire			
オランダ	Freie Universitet Amsterdam			
英国	University of Hertfordshire			
オランダ	Vrije Universiteit Amsterdam	Utrecht University		