

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 5 月 28 日現在

機関番号：12601

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2016～2017

課題番号：16H06704

研究課題名(和文)黎明期株式市場における認知バイアスに関する経済的・歴史の実証研究

研究課題名(英文) Archive-based studies into behavioural biases in the emerging financial markets, c. 1700- c. 1720

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)・講師

研究者番号：80780080

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、18世紀初頭の投資家の認知バイアスを、綿密な歴史史料分析によって抽出し、そこから金融史研究に行動ファイナンスと行動経済学の視点を実証レベルで導入することにあつた。近年、ミクロ経済学や金融論においては、行動主体の合理性の限界を認識し、古典的理論では説明できない限定的合理性や認知バイアスを特定する実証研究が近年盛んに行なわれている。これを踏まえた本研究が目指す大きな目的は、申請者の歴史研究者としてのスキルを最大限活かし、300年前の投資家の経験と認知バイアスを歴史的にボトムアップで再構成することだった。本課題では、この目的に即した史料の蒐集と分析を着実に進めることができた。

研究成果の概要(英文)：The goal of this research project has been to start exploring cognitive and behavioural biases of market actors as they experienced them in the emerging financial markets of the early eighteenth century. Tapping into my knowledge of British archives, I have been able to collect and examine relevant archival materials. Some interim results have been tested in international conferences and others meetings. I hope to further develop this research so that I can start submitting articles to top-ranking journals in the coming years.

研究分野：経済史・経営史

キーワード：金融バブル 南海泡沫事件 限定合理性 金融史

## 1. 研究開始当初の背景

金融バブルと金融史研究においては、数量分析とコンテキスト重視の歴史分析が長らく没交渉に陥ってきた。本研究が主要テーマとする 1720 年の南海泡沫事件の研究も例外ではない。一方では南海会社や議会の行動は、P.G.M.Dickson や J.Sperling らの未刊行史料の地道な分析により解明され、バブルの政治・社会・文化的影響も、膨大な議会議事録、政治パンフレット、新聞、小説等の史料が政治史、文化史、文学史の視点から検討されてきた (R.Harris; J.Hoppit; S.Stratmann)。

しかし他方で、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、それら文脈重視の研究とは独立した問題設定がされてきた。1720 年のバブルが予測される投資行動を逸脱した「非合理的」行動の結果だったのか、それとも「合理的」投資行動の帰結だったのか、経済学者達によって争われてきた。近年ふえつつある投資行動についての歴史事例研究でも、投資家の行動が必ずしも「非合理的」ではなかったことを証明するために銀行口座や手紙などの史料が提示されている。この議論の切り口からも、古典経済学的な「合理 vs 非合理」の構図が昨今の研究動向に大きな影響力を持ちつつあることが看取できる。

申請者は、ここに方法論的、研究史的、分析的課題を見いだした。方法論的に言えば、株価の乱高下という金融バブルのメカニズムそれ自体の分析においては、文脈重視の史料分析の方法が活かされていない。その結果、研究史的にみると、市場黎明期における金融バブルという、近世史と経済史をまたがる一大テーマが、昨今の政治経済史研究と比較し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。P.Slack, C.Wennerlind, P.Stern, W.Pettigrew らは、金融・財政革命、経済改良、奴隷貿易などの経済発展の重要なテーマが、F ベイコンの「学問の進歩」論、千年王国思想、Reformation of Manners などの社会的・宗教的運動を土台に成立していたことを主張した。また C.Muldrew, M.Finn, N.Glaiser 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た。これらの研究動向をふまえれば、南海泡沫事件当時においても、社会的価値や政治・商業

文化が投資行動と株価の乱高下に影響を与えていなかったとは考えにくい。そこで本研究は、政治的・文化的コンテキストの影響を十分に考慮にいった史料分析の方法を、金融バブルのメカニズム分析に初めて導入することを目指す。

## 2. 研究の目的

上記をふまえての本研究の第一の目的は、18 世紀初頭の投資家の認知バイアスを、綿密な歴史史料分析によって抽出することである。そこから金融史研究に行動ファイナンスと行動経済学の視点を実証レベルで導入すること、これが第二の目的である。近年、ミクロ経済学や金融論においては、行動主体の合理性の限界を認識し、古典的理論では説明できない限定的合理性 (bounded rationality) や認知バイアス (cognitive bias) を特定する実証研究が近年盛んに行なわれている。こうした行動経済学と行動ファイナンスの動向は、金融史においても形式的に言及されることはあるが、歴史的な文脈にそくした認知バイアスがあったことは全く想定されていないと言っても過言ではない。これを踏まえた本研究が目指す大きな目的は、これまで経営史、金融史、文化史の結節点において成果をあげてきた申請者の経験を活かし、300 年前の投資家の経験と認知バイアスを歴史的に再構成することである。

## 3. 研究の方法

人々の愚かさや狂気が金融危機を引き起こすとの見方は根強い。しかし、こうした愚民論自体が、バブルを引き起こすような投機的投資行動の引き金となった可能性は、金融史研究においては十分に検討されてこなかった。本研究は、通常独立して扱われる投資家の書簡と帳簿を組み合わせることで黎明期株式市場におけるバブル、南海泡沫事件 (1720) においていわゆる愚民観が理解の枠組みとして投資家たちによって幅広く採用されていた可能性について実証的に検討した。

## 4. 研究成果

投資家の家計簿とブローカーに書いた手紙を組み合わせることで、1720 年の南海泡沫事件当時の投資家のポートフォリオとその戦略を部分的にはあるが再構築した。その結果、一方では、投資家が「バブルへの便乗」(riding the bubble)を試みた合理的な戦略を採用したことを示した。しかし、同時に自身と関係のない投資行動全般を「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も明らかになった。合理的な枠組みが自身の行動規範として、非合理的な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のである。

株を安く買い、高く売る合理的戦略を志向していた投資家が多数いたことは、今や明らかにされつつある。そうした投資家達の多くが、株価の乱高下を群衆の愚かさや狂気によって説明していたことも解明されてきた。以上のように、合理性を志向するアクターが、非合理性を強調する愚民観に依拠して株式市場を理解していたとしたら、その非合理性の強調は、どのような社会的・文化的背景のもとでおこり、また黎明期株式市場における投資戦略に具体的にどのような影響を与えたのだろうか。これら問題について検討を進めてきたものの、包括的な結論を出すのは、時期尚早であることが判明した。

また、株式市場の「狂気」を前提していたことが、投資家やブローカー各人の株価の変動予測と利益確定のための売却時期の判断に具体的にどのような影響を与えていたかについても、発見できた関連史料の制約上、まとまった知見を得ることは難しかった。したがって、今後の課題は、以上のテーマについて、データ収集と分析を進め、金融史において経済的分析と歴史・文化的分析の新たな融合の道筋をしめすことである。

本件は学際的かつ萌芽的研究のスタート時期にあたるので、収集した史料の整理と国際的研究ネットワークの構築には特に注力した。特筆すべき成果の一つは、2016年度、2017年度のイギリス滞在を経て、英国 Hertfordshire 大学の Anne Murphy 教授とオランダ自由大学の Inger Leemans 教授とともに、研究チームを組織し、金融史の国際ネットワーク「History-of-finance.org」を立ち上げたことである。すでに50名近くの研究者が本ウェブサイトに登録しており、今後このネットワークの中から、本研究のさらなる発展に必要な研究協力者を見つけ出すことが容易となるだろう。さらにこのネットワークから海外研究者を日本に招聘することで、ファイナンス・金融史の国際拠点として日本の地位を高めて行くことも期待される。より直近の成果としては Murphy、Leemans 両教授及び金融史研究者を2018年10月に東京に招聘する方向で準備が進んでおり、すでに英国経済史学会の国際学会助成を少額(2000ポンド)であるが受賞した。今後は、継続的な資金確保を進めながら、本研究の個人研究を後押しするような形で国際研究交流を発展させて行きたい考えである。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計3件)

1. Koji Yamamoto, 'Les formes-projet et leur évolution en Angleterre au début de l'époque moderne', in Frédéric Graber and Martin Giraudeau (eds.), *Les Projets comme Institutions, XVIIe - XXe siècle* (Rennes: Presses Universitaires de Rennes, waiting for a proof,

forthcoming 2018). 査読有

2. Koji Yamamoto, 'Corporation, CSR and their Forgotten Histories before the Industrialization', in Adré Spicer and Grietje Baars (eds.), *The Corporation: A Critical, Interdisciplinary Handbook* (Cambridge: Cambridge University Press, 2017), 226-237. 招待有・査読無

3. Koji Yamamoto, 'Beyond Rational and Irrational Bubbles: James Brydges the First Duke of Chandos during the South Sea Bubble', in *Le Crisi Finanziarie: Gestione, Implicazioni Sociali e Conseguenze nell'Età Preindustriale* (Series: Fondazione Istituto internazionale di storia economica "F. Datini", 2016), 327-357. 査読有

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計1件)

1. Koji Yamamoto, *Taming Capitalism before its Triumph: Public Service, Distrust and 'Projecting' in Early Modern England* (Oxford University Press, 2018), 335pp.

〔産業財産権〕

出願状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等  
<https://history-of-finance.org>

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

山本 浩司 (YAMAMOTO, Koji)  
東京大学・大学院経済学研究科・講師  
研究者番号：80780080

### (2)研究分担者

( )

研究者番号：

(3)連携研究者 ( )

研究者番号：

(4)研究協力者 ( )